

Convegno ADEIMF, 2008

13, 14 giugno, Capri

I costi di quotazione per le società *venture backed*: Un'analisi per il mercato italiano

Antonio Meles

Ricercatore di Economia degli intermediari finanziari

Università degli studi di Napoli "Parthenope"

Dipartimento di Studi Aziendali

Via Medina, 40, 80100 Napoli

Tel. +39 081.547.48.56

e-mail: antonio.meles@uniparthenope.it

Abstract

Nel corso degli ultimi anni è in crescita il numero di imprese italiane che ricorrono all'intervento degli operatori di *private equity*, consentendone l'ingresso nella compagine sociale. Al contempo sempre più spesso la *way-out* di tali investitori è rappresentata dalla quotazione in Borsa.

Tra le diverse opportunità, possibili e da verificare, legate alla presenza degli *institutional investors* nel capitale delle società quotande c'è la riduzione dei costi di quotazione. Le differenze nei costi di quotazione tra società *venture backed (VB)* e non *venture backed (NVB)* sono riconducibili principalmente a:

1. *underpricing*, vale a dire la differenza tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione ed il prezzo d'offerta; sul tema esiste un'ampia letteratura, specialmente statunitense [(Barry et al (1990), Megginson and Weiss (1991), e più recentemente Lee and Wahal (2002)], anche se essa nasce e si sviluppa prevalentemente nell'ambito del filone di studi teso ad individuare, ed isolare, le determinanti del fenomeno, a prescindere dal ruolo dell'investitore.

2. *gross spread*, cioè la remunerazione corrisposta agli intermediari che organizzano il collocamento dei titoli, calcolata come percentuale del controvalore dell'emissione; il confronto tra il valore che esso assume nelle Ipo *VB* e in quelle non *VB* è stato finora oggetto di pochi studi, i quali, tra l'altro, hanno riportato risultati interlocutori [Lee and Wahal (2002); Franzke (2003)].

Il presente *paper* si propone come obiettivo quello di verificare, con riferimento al contesto italiano, la capacità degli investitori di *private equity* di minimizzare i costi di quotazione.

Dal punto di vista metodologico, il lavoro di ricerca si sviluppa attraverso l'analisi delle caratteristiche di un campione di Ipo condotte sul mercato azionario gestito da Borsa italiana tra il 1° gennaio 1999 ed il 31 dicembre 2007, opportunamente suddiviso in due *Panel* a seconda che i titoli oggetto dell'offerta siano emessi da società *VB* o *NVB*. Per ciascuna società oggetto del campione si provvede a quantificare i costi di quotazione come sommatoria dei costi diretti ed indiretti.

I risultati attesi dalla verifica empirica sono di un contenimento, per le imprese *VB*, dei costi complessivi della quotazione con particolare riferimento all'*underpricing*.

1. Review della letteratura

La maggior parte degli studi sul ruolo del *private equity* nel processo di quotazione si è focalizzata sulla capacità dell'investitore istituzionale di minimizzare i costi di emissione ed in particolare di contenere il fenomeno dell'*underpricing*. I molteplici contributi sul tema si sono infatti sviluppati prevalentemente nell'ambito del filone di studi teso ad individuare i fattori che influenzano l'*underpricing*. Quest'ultimo può essere considerato un costo connesso alla quotazione poiché esiste una diffusa evidenza di una differenza positiva tra il prezzo fatto registrare dai primi scambi sul mercato secondario ed il prezzo del collocamento¹.

Si ricorda che la maggior parte delle ricerche condotte sull'*underpricing* si fonda sull'assioma che il mercato sia perfettamente efficiente sotto il profilo informativo²; ciò vuol dire che il prezzo che si forma durante il primo giorno di contrattazione riflette il *fair value* del titolo, scontando immediatamente tutte le informazioni precedentemente disperse tra i protagonisti del collocamento e della quotazione.

Le prime ricerche sulla capacità del *private equity* di contenere l'*underpricing* sono state realizzate da Megginson e Weiss³ e Barry *et al*⁴. Entrambi gli studi, condotti sul mercato statunitense, hanno riscontrato che la presenza degli operatori di *private equity* nel capitale delle imprese quotande contribuisce a contenere il fenomeno dell'*underpricing*; pur pervenendo al medesimo risultato diverse sono le interpretazioni che gli autori danno di tale fenomeno.

Secondo Megginson *et al*, la riduzione dell'*underpricing* è da imputare al ruolo di certificazione assolto dai *venture capitalist*, i quali, operando costantemente sul mercato delle Ipo, sono mossi dall'intento principale di consolidare i rapporti con le imprese da un lato, e con gli investitori ed il mercato finanziario dall'altro, guadagnando in tal modo la reputazione di "good player". Essi si trovano, dunque, dinanzi ad un evidente *trade-off*: massimizzare i guadagni derivanti dall'Ipo, consentendo all'emittente di reperire maggiori risorse finanziarie e incrementare i profitti degli azionisti,

¹ Da più di trent'anni gli economisti studiano l'*underpricing*. Uno dei primi ricercatori a documentare il fenomeno è stato Ibbotson (1975), il quale rileva, per le Ipo condotte negli anni '60 negli Usa, un *underpricing* di circa l'11,4%. Successivamente Ritter (1984) riporta un *underpricing* medio del 18,8% per le circa 5.000 Ipo condotte negli Stati Uniti tra il 1960 ed il 1982. Per una puntuale rassegna sulle evidenze empiriche dell'esistenza dell'*underpricing* si rimanda a S. Fabrizio, M. Samà, "Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: Una valutazione dell'*underpricing* e della long-run performance", in Quaderni di finanza, n. 44, Consob, gennaio 2001.

² In contrasto con tale filone di studi si posizionano le teorie che riconducono il fenomeno dell'*underpricing* ad una situazione di euforia iniziale (*speculative bubble hypothesis*). In tale ottica il prezzo dell'Ipo rispecchia i fondamentali della società quotanda, mentre il prezzo di mercato inizialmente più alto è imputabile ad una condizione di iperottimismo, che tenderà a scemare con il trascorrere del tempo. Si veda R. Aggarwal, P. Rivoli, "Fads in the initial public offering market?", in Financial Management, Spring, 1990.

³ Megginson W. L. and Weiss K. A., "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", the journal of finance, vol. 46, n. 3, July 1981. Gli autori studiando l'andamento dell'*underpricing* delle Ipo condotte tra il 1983 ed il 1987 sul mercato statunitense, rilevano che le società *venture backed* presentavano un *underpricing* sensibilmente inferiore (7,1% contro l'11,9% di quelle *non venture backed*)

⁴ Barry, C., C. Muscarella, J. Peavy and M. Vetsuypens, "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies", Journal of Financial Economics, 27, 1990. Gli autori analizzano le *performance* delle Ipo condotte in Usa tra il 1978 ed il 1987 e documentano che le Ipo *venture backed* sono caratterizzate da un *underpricing* sensibilmente inferiore rispetto alle altre.

salvaguardare il proprio capitale reputazionale dinanzi alla comunità finanziaria. Il dilemma palesato viene risolto, secondo tale teoria, attraverso una valutazione dei titoli classati che rispecchi il loro valore fondamentale; così facendo, l'investitore istituzionale certifica il *fair value* della società partecipata, contribuendo a colmare il *gap* informativo tra investitori ed impresa quotanda.

Barry *et al*, diversamente, riconducono il minor *underpricing* delle Ipo *venture backed* (di seguito *VB*) alla funzione di *screening* e *monitoring* assolta dagli investitori di *private equity*, la cui presenza nella fase pre-Ipo riduce il rischio *ex ante* percepito dagli investitori e attesta la bontà e le potenzialità di crescita dell'impresa partecipata rispetto alle altre (di seguito *NVB*);

Sulla scia delle ricerche illustrate, sono state condotte nel corso degli anni molte altre analisi empiriche, per lo più sui mercati statunitensi, le quali hanno riportato risultati contrastanti (per un quadro sinottico si veda la **tabella n. 1**).

Tab. n. 1 – *Rassegna della letteratura sul ruolo del private equity nel contenimento dell'underpricing e delle commissioni di collocamento*

Autori	Mercato Analizzato	Periodo osservato	U VCB	U NVCB	Gross Spread VCB	Gross Spread NVCB
Barry <i>et al</i> (1990)	Usa	1978-1987	7%	8%		
Megginson <i>et al</i> (1991)	Usa	1983-1987	7,1%	11,9%	7,4%	8,2%
Lin <i>et al</i> (1998)	Usa	1979-1990	12%	17%		
Ljungqvist (1999)	Usa	1983-1987	7,1%	11,4%		
Francis <i>et al</i> (2001)	Usa	1996-1998	17,7%	16,4%		
		1990-1993	17,98%	15,07%		
		1980-2000	26,8%	19,4%	7,09%	7,36%
Lee <i>et al</i> (2002)	Usa	1980-1989	7,89%	8,5%		
		1990-1998	16,17%	16,7%		
		1999	88,93%	42,02%		
		2000	67,89%	35,7%		
Xi Li (2004)	Usa	1993-2000	#	#		
Schertler (2002)	Francia	1997-2000	16%	9,2%		
Schertler (2002)	Germania	1997-2000	52%	49,3%		
Franzke (2003)	Germania	1997-2002	52,44%	48,38%	5,12%	5,31%
Cenni <i>et al</i> (2002)	Italia	1995-1998	5,75%	9,43%		
Angelini (2006)	Italia	1995-2004	2,44%	5,74%		
Levis (2007)	Uk	1992-2003	8,79%	10,2%		

Fonte: *Ns elaborazione*

Lee e Wahal⁵, in particolare, analizzano un campione molto ampio (6.413) di Ipo realizzate in Usa tra il 1980 ed il 2000, registrando un differenziale in termini di *underpricing* tra le Ipo VB e quelle NVB del 7,45%⁶. Gli autori interpretano tale risultato ipotizzando che tra operatore di *private equity* ed *investment bank* possa instaurarsi un rapporto di “*do ut des*”. Il primo rinuncia ad una parte dei propri *capital gains* in cambio della partecipazione del secondo ad altre Ipo promosse da società da lui partecipate.

Li e Masulis⁷, invece, analizzando le caratteristiche di un campione di 1480 Ipo VB, promosse negli Stati Uniti tra il 1993 ed il 2000, individuano una significativa correlazione negativa tra la presenza dell’investitore istituzionale nel capitale di rischio dell’impresa e l’entità dell’*underpricing*, nell’ipotesi in cui i *venture capitalist* siano legati agli *underwriters*.

Ljungqvist⁸ utilizzando due campioni di Ipo compiute in differenti decenni, ‘80 e ‘90, apre ad una prospettiva diversa: le Ipo VB possono manifestare un *underpricing* maggiore o minore rispetto a quello delle altre Ipo a seconda dell’intervallo temporale preso a riferimento; ciò che infatti influenza l’*underpricing* non è tanto la presenza nel capitale dell’investitore istituzionale, quanto gli incentivi che gli investitori istituzionali hanno nel contenerlo.

Rossetto⁹, sulla scia di Ljungqvist, ipotizza che durante gli *hot issue market* le Ipo VB presentano livelli di *underpricing* maggiori rispetto alle altre Ipo, mentre nei periodi di stasi del mercato delle emissioni azionarie si verifica una situazione esattamente inversa.

Gli studi sin qui menzionati sono stati condotti in ambito statunitense. Altri autori hanno esteso le ricerche ad altri mercati finanziari: a livello europeo particolarmente interessanti sono i risultati riportati da Schertler¹⁰ e Franzke¹¹ che registrano infatti un maggiore *underpricing* per le società VB rispetto a quelle NVB.

Altri studi effettuati in ambito europeo assumono un orientamento opposto. Cenni *et al*¹² analizzando le Ipo condotte sull’MTA e sul NM dal 1995 al 1998, verificano che complessivamente la presenza dell’operatore di *private equity* è in grado di limitare l’entità dell’*underpricing*; Angelini¹³, prendendo a riferimento le Ipo promosse in un

⁵ Lee P. M., Wahal S., “Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs”, Working Paper, Emory University, July 2002.

⁶ Sui risultati riportati da Lee *et al* è importante sottolineare, come del resto fanno gli stessi autori, che “*it is possible that our results may be entirely due to the internet bubble period of 1999-2000*”. Gli autori infatti stimano l’*underpricing* in relazione a differenti sottoperiodi riscontrando negli anni della bolla speculativa un valore nettamente più alto per le Ipo *venture backed*.

⁷ Li X., Ronald W. Masulis, “Venture capital investments by IPO underwriters: Certification or conflict of interest?”, 31 March, 2004.

⁸ Ljungqvist A. P., “IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies”, working paper, 1999; disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁹ Rossetto S., “The Price of Rapid Exit in Venture Capital-backed IPOs”, Working paper, 21 April 2006; disponibile sul sito internet www.ssrn.com.

¹⁰ Schertler A., “The certification role of private equity investors: Evidence from Initial Public Offerings on the Nouveau Marchè and the Neuer Markt”, working paper, 2002.

¹¹ Franzke S. A., “Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany’s Neuer Markt”, Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms, 2003.

¹² Cenni S., Fabrizio S., Torluccio G., “Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo delle Ipo, in “Il venture capital” (a cura di) Corigliano R., Bancaria editrice, 2002.

¹³ Angelini E., “L’underpricing e il ruolo del venture capitalist negli Ipo italiani”, in Bancaria n. 3., 2006.

ampio intervallo di tempo (1995-2004), perviene a risultati analoghi; Levis¹⁴, infine, utilizza un campione di Ipo avviate nel Regno Unito tra il 1992 ed il 2003 riscontrando un minore *underpricing* per le Ipo VB.

I risultati discrepanti delle ricerche menzionate, conseguenza in parte delle diverse metodologie adottate e degli orizzonti temporali presi a riferimento, riflettono altresì i differenti connotati assunti dalle industrie del *private equity* nei vari Paesi e le diverse definizioni di Ipo VB adottate dagli autori. Con riferimento a quest'ultimo aspetto mentre nelle ricerche condotte negli Usa le Ipo VB sono esclusivamente quelle promosse da imprese in fase di avvio o di sviluppo¹⁵, in Europa a quest'ultime si affiancano quelle di società partecipate da operatori di *buy-out*. Tali imprese si caratterizzano generalmente per un *underpricing* più contenuto¹⁶, essendo tipicamente attive da molti anni e quindi in possesso di un ampio *track record* di risultati e di un maggiore *set* informativo.

Prescindendo dalle considerazioni appena fatte, è possibile affermare che la mancanza di risultati universalmente condivisi sul ruolo del *private equity* nell'ambito del processo di *pricing* delle Ipo abbia indotto alcuni studiosi a non considerare le società VB come entità omogenee, ma a differenziarle sulla base di altre caratteristiche.

Uno studio sviluppato in riferimento al mercato giapponese (Hamao *et al*¹⁷), esamina l'*underpricing* di un campione di Ipo VB, differenziandole in base alla circostanza che abbiano o meno legami diretti con le banche collocatrici.

Sadouni e Wight¹⁸ analizzano, in un ottica comparatistica, l'*underpricing* delle società partecipate da investitori con elevata reputazione e investitori con bassa reputazione, riportando però risultati poco significativi.

Tykvová e Walz¹⁹ studiano con riferimento al mercato tedesco, l'*underpricing* di alcune imprese VB che hanno avuto accesso alla quotazione tra il 1997 ed il 2002, focalizzandosi sulle differenze tra i seguenti tipi di operatori: indipendenti, bancari, aziendali, e governativi.

Il confronto tra il valore che l'*underpricing* assume nelle Ipo VB e in quelle NVB, però, non costituisce un elemento sufficiente per trarre conclusioni sulla capacità del *private equity* di contenere i costi di quotazione.

Per una società che approda in Borsa, l'*underpricing* è solo uno dei molteplici costi (indiretti) da sostenere; ad esso vanno ad aggiungersi i costi diretti ed espliciti²⁰, ossia le spese legate all'ingresso sul mercato regolamentato, rappresentate prevalentemente dai compensi corrisposti ai consulenti (spese legali, di *auditing*, di *marketing*, di consulenza ecc.) e dalle spese per Autorità di Vigilanza e Società di gestione del mercato.

¹⁴ Levis M., "Private equity backed in UK", Working paper series, february, 2007, disponibile sul sito internet: ssrn.com.

¹⁵ Levis M., op. cit..

¹⁶ Cfr. Jelic R., Saadouni B., e Wright M., "Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3) & (4), April/May 2005.

¹⁷ Hamao Y., Packer F., Ritter. J. R., "Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan", in *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 8, 2000.

¹⁸ Jelic R., Saadouni B., e Wright M., "Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3) & (4), April/May 2005.

¹⁹ Tykvová T., Walz U. (2007), How important is participation of different venture capitalists in German IPOs?, *Global Financial Journal*, vol. 17, pp. 350-378.

²⁰ Ritter, J., 1987, "The Costs of Going Public", in *Journal of Financial Economics*, 19.

Il costo diretto più rilevante, la remunerazione corrisposta agli intermediari che organizzano il collocamento dei titoli, è calcolata come percentuale del controvalore dell'emissione (*gross spread* o *gross fee*). Alcuni contribuiti hanno studiato il ruolo degli operatori di *private equity* nelle Ipo considerando oltre all'*underpricing* anche i costi diretti; tuttavia tali ricerche, numericamente limitate, sono state realizzate quasi esclusivamente sul mercato statunitense e hanno registrato risultati interlocutori. Mentre Megginson and Weiss rilevano commissioni di collocamento sensibilmente più basse per le società partecipate da investitori nel capitale di rischio, Lee e Wahal in linea con i risultati di Chen e Ritter²¹ registrano commissioni di collocamento (*gross spread*) intorno al 7% con una sostanziale uguaglianza tra società *VB* e *NVB*²².

2. Campione

Il campione oggetto di studio è costituito da 133 Ipo, individuate tra le offerte di azioni ordinarie finalizzate alla quotazione sul mercato azionario gestito da Borsa Italiana e condotte tra il primo gennaio 1999 ed il 31 dicembre 2007. Dal totale di ammissioni sono state escluse le banche²³, le società estere, quelle per le quali al momento dell'Ipo già esisteva il flottante, quelle sorte da un'operazione di scissione condotta da una società quotata e le imprese quotata sul mercato *Expandi*²⁴.

Sulla base delle informazioni contenute nei prospetti informativi, degli *Ipo market report* pubblicati annualmente da Aifi²⁵ e dei dati presenti su *Zephyr.it*²⁶, il campione è stato suddiviso in due *Panel* a seconda che i titoli oggetto dell'offerta siano emessi da società *VB*²⁷ (47), o da società *NVB* (86). Le *VB* a loro volta sono state classificate in due gruppi in relazione alla partecipazione di un unico investitore istituzionale (27) o di un consorzio di investitori istituzionali (19) (**tab. n. 2**). Nell'individuazione della tipologia e del numero di operatori presenti nel capitale sociale si è preferito non guardare alla titolarità giuridica delle partecipazioni, ma considerare il soggetto controllante. Il problema si pone nel caso di società partecipate da più fondi comuni di investimento gestiti dalla stessa *SGR*, o di aziende partecipate da società finanziarie facenti capo allo stesso gruppo finanziario.

²¹ Chen C. H e Ritter J., "The seven per cent solution", in *Journal of finance*, vol 4, n.3, 2000.

²² A riguardo va però evidenziato che il contesto statunitense, per le caratteristiche assunte dal mercato dei servizi di collocamento, potrebbe non prestarsi ad una simile analisi. Chen e Ritter (2000) dimostrano che le commissioni corrisposte ai consorzi di collocamento negli Stati Uniti sono nettamente superiori rispetto a quelle registrate negli altri mercati finanziari e con una forte concentrazione intorno al valore medio (7%). Una delle interpretazioni che viene offerta è che il mercato dei servizi di collocamento non sia concorrenziale a causa di accordi di cartello posti in essere dagli intermediari.

²³ L'ipotesi assunta è che le banche possano in qualche modo surrogare al ruolo di certificazione che si ipotizza venga assolto dagli operatori di *private equity*.

²⁴ L'esclusione delle società approdate sul mercato *Expandi* è dovuta alla loro dimensione limitata (la capitalizzazione minima richiesta è di un milione di euro) e all'esiguità del flottante (il minimo previsto è del dieci per cento). Tali caratteristiche rendono meno plausibile l'ipotesi di efficienza sottostante il concetto di *underpricing* quale costo di quotazione.

²⁵ Associazione Italiana del *Private equity* e del *Venture capital*.

²⁶ *Zephyr* contiene informazioni sulle *M&A*, Ipo, operazioni di *private equity*, *joint-ventures*.

²⁷ Nel presente *paper* sono considerate *VB* tutte quelle società per le quali al momento della quotazione gli operatori *private equity* detengono una partecipazione superiore al 2% del capitale sociale.

Tab n. 2 – Composizione del Panel di VB Ipo

Titoli	Data quotazione	Mercato	Investitore istituzionale	% capitale ante-Ipo
Ducati Holding	24/03/1999	Mta	Tgp, Morgan Grenfell PE	72,00%
Mirato	01/06/1999	Mta	3i Sgr	34,00%
Marcolin	19/07/1999	Mta	Fidia Sgr	14,30%
Roncadin	19/07/1999	Mta	21 Investimenti	n.d
Vemer Siber	20/07/1999	Mta	S+R Investimenti, Sofipa	25,46%
Prima Industrie	27/10/1999	Nm	Cambria Ltd, Sviluppo italia	49,70%
Fiscali	27/10/1999	Nm	Kiwi Managemet LD	10,00%
Basicnet	17/11/1999	Mta	21 Investimenti, Ubs Capital	60,82%
Grandi Navi Veloci	26/11/1999	Mta	Efibanca e Banca di Roma	12,50%
Gandalf	23/12/1999	Mta	N.d.	5,20%
Freedomland	19/04/2000	Nm	Banque du Gothard	2,50%
Art'è	31/05/2000	Nm	Chase Mittel Capital Holding	19,11%
Chl	02/06/2000	Nm	Schroder Ventures Investments Limited	21,78%
Ferretti spa	23/06/2000	Mta	Schroder Ventures Investments Limited, Permira Associati	57,00%
Euphon	04/07/2000	Nm	Bs Private equity	35,96%
Tc Sistema	04/08/2000	Nm	Chase Mahnattan Bank	25,00%
Buongiorno			Kiwi Management Ltd, Mediatel Partners, Chase European	
Vitaminic.	12/10/2000	Nm	Equity Associates LP, Hambrecht & Quist California	53,00%
Datamat	12/10/2000	Nm	3i Sgr, PE partners, Chase Mittel C.H.	29,90%
Novus Pharma	09/11/2000	Nm	Sofinnova Partners SA, 3i Sgr, Atlas Venture Ass. IV	77,50%
El.en	11/12/2000	Nm	Banca della Toscana	14,29%
Engineering	12/12/2000	Nm	NHS Holding SanPaolo IMI Spa	8,49%
Dmail group	22/12/2000	Nm	Banque du Gothard, Lombard Prive A.M.S.A.; Mittel Gen. Inv.	20,60%
PCU Italia	02/03/2001	Nm	Bpc Investimenti Sgr, Pei inv	7,85%
Giacomelli	04/07/2001	Mta	Ubs capital	28,81%
Campari	06/07/2001	Mta	Ubs capital	6,86%
Negri Bossi	06/11/2001	Mta	Chase Mittel C.H, Interbanca, PE partners, Alpinvest Partners	86,36%
Astaldi	06/06/2002	Mta	Interbanca, Banca di Roma, Mediocredito centrale	28,40%
Isagro	05/11/2003	Mta	Arca Marchant, Arca Imprese e gestioni Sgr	9,60%
Trevisan	05/11/2003	Mta	Private Equity Partners	56,30%
DMT	22/06/2004	Mta	Fidia SGR, Banca Intesa, Convergenza Holding SV	19,50%
Azimut Holding	07/07/2004	Mta	Apax Europe V GP Co. Ltd	64,78%
Panaria	19/11/2004	Mta	Interbanca	5,00%
Marr	21/06/2005	Mta	Arca Impresa Gestioni sgr, Barclays Private equity, Pan	
Guala Closures	24/11/2005	Mta	Eurinvest, Private equity partners, Efibanca, Aletti	33,33%
Eurotech	30/11/2005	Mta	Investitori Associati spa	54,50%
Safilo	09/12/2005	Mta	Gen-e Management Ltd	22,00%
Eurofly	21/12/2005	Mta	Credit Suisse PE	48,60%
Marazzi	15/02/2006	Mta	Profilo Management Company S.A.	89,10%
Eems Italia	27/04/2006	Mta	Permira Associati, Private Equity Partners	32,80%
Bolzoni	08/06/2006	Mta	Schroder Ventures Investments Limeted, Permira Associati	82,45%
Piaggio	11/07/2006	Mta	Banca Intesa	28,36%
Elica	10/11/2006	Mta	Morgan Grenfell Private Equity Limited	17,00%
Cobra	12/12/2006	Mta	Igi Sgr	7,00%
Mutuonline	12/12/2006	Mta	Torre Nova Capital	10,00%
Enia	06/06/2007	Mta	Nestor 2000 Sprl, Jupiter Ventures Sa	57,09%
Diasorin	10/07/2007	Mta	Fin Opi	4,60%
Sat	19/07/2007	Mta	Igi sgr, Ip Investimenti e partecipazioni	66,11%
	26/07/2007	Mta	Mittel spa	14,81%

Fonte: Elaborazione su dati Zephyr e Borsa italiana

Le società selezionate presentano una composizione settoriale molto eterogenea (**tab. n. 3**) con una leggera prevalenza di quelle operanti nel settore terziario; le imprese in cui è presente un investitore professionale del *private equity* al momento dell'Ipo sono concentrate in alcuni comparti industriali come quello alimentare, chimico, degli impianti e macchine oltre che nel settore editoriale; tra le società *NVB*, un peso rilevante è assunto dalle società di servizi, in virtù anche di un'elevata incidenza del settore delle *public utilities*.

Tab. n. 3 – *Composizione settoriale del campione analizzato*

Settore	Numero		Percentuale		Numero		Percentuale	
	Ipo	Ipo	Ipo VB	Ipo VB	Ipo NVB	Ipo NVB	Ipo NVB	Ipo NVB
Alimentari	5	3,76%	4	8,51%	1	1,16%		
Auto	5	3,76%	3	6,38%	2	2,33%		
Chimici	10	7,52%	6	12,77%	4	4,65%		
Elettronici/E	12	9,02%	4	8,51%	8	9,30%		
Impianti/Macchine	12	9,02%	6	12,77%	6	6,98%		
Costruzioni	3	2,26%	1	2,13%	2	2,33%		
Tessile/Abbigliamento	10	7,52%	3	6,38%	7	8,14%		
Industriali diversi	4	3,01%	0	0,00%	4	4,65%		
Totale Industria	61	45,86%	27	57,45%	34	39,53%		
Distribuzione	8	6,02%	3	6,38%	5	5,81%		
Editoriale	12	9,02%	4	8,51%	8	9,30%		
Pubblica Utilità	17	12,78%	3	6,38%	14	16,28%		
Trasporti/Turismo	9	6,77%	4	8,51%	5	5,81%		
Servizi diversi	20	15,04%	4	8,51%	16	18,60%		
Totale Servizi	66	49,62%	18	38,30%	48	55,81%		
Finanziari diversi	4	3,01%	2	4,26%	2	2,33%		
Immobiliari	2	1,50%	0	0,00%	2	2,33%		
Tot Finanziari diversi	6	4,51%	2	4,26%	4	4,65%		
Totale	133	100,00%	47	100,00%	86	100,00%		

Fonte: *Elaborazione su dati Borsa italiana*

Confrontando la distribuzione temporale delle Ipo nel periodo campionario (**tab. n. 4**), con quella del valore medio dell'indice *Mibtel*²⁸, troviamo evidenza del fenomeno noto come “*hot-issue market*”²⁹, per il quale le società deciderebbero di quotarsi quando il mercato segue un *trend* rialzista, dando luogo ad un andamento di quotazioni “ad ondate”.

Tab. n. 4 – *Distribuzione temporale delle Ipo selezionate*

Anno	Numero Ipo	Numero Ipo VB	Percentuale Ipo VB	Numero Ipo NVB	Percentuale Ipo NVB	Valore medio <i>Mibtel</i>
1999	24	11	45,8%	13	54,2%	
2000	40	12	30,0%	28	70,0%	31.654
2001	17	3	17,6%	14	82,4%	25.476
2002	5	1	20,0%	4	80,0%	20.245
2003	4	2	50,0%	2	50,0%	18.366
2004	5	3	60,0%	2	40,0%	21.128
2005	9	5	55,6%	4	44,4%	25.131
2006	13	6	46,2%	7	53,8%	29.064
2007	16	4	25,0%	12	75,0%	31.875
1999-2007	133	47	35,3%	86	64,7%	25.367

Fonte: *Elaborazione su dati Borsa italiana*

²⁸ L'indice di correlazione tra il numero di Ipo ed il valore medio del *Mibtel* è 0,77.

²⁹ J. R. Ritter, “The Hot Issues Market of 1980”, *Journal of Business*, n. 57, pp. 215-240, 1984.

3. Metodologia

Lo svolgimento del lavoro richiede la quantificazione dei costi di quotazione con riferimento alle VB e alle non VB³⁰.

Per ciascuna società oggetto del campione essi sono misurati in percentuale del controvalore dell'offerta.

In termini algebrici:

$$CQ_i = GS + AC + U_1; \quad (1)$$

con:

CQ_i = costi della quotazione per la società i -esima;

GS = *gross spread*;

AC = altri costi diretti;

U_1 = *underpricing* ad un giorno.

Il *gross spread* (GS) rappresenta la remunerazione corrisposta agli intermediari che organizzano il collocamento dei titoli e costituisce la voce più rilevante tra i costi diretti ed espliciti. Le società quotande tipicamente indicano nel prospetto informativo l'entità del GS espressa in percentuale del controvalore dell'offerta.

Gli altri costi (AC) coincidono con tutte le altre spese legate all'ingresso sul mercato regolamentato (legali, di *auditing*, di *marketing*, di consulenza e per Autorità di Vigilanza e Società di gestione del mercato). Anche per esse, all'interno dei prospetti di quotazione, sono contenute le informazioni necessarie per la stima.

L'*underpricing* (U_1) può essere considerato un costo connesso alla quotazione fin tanto che si assuma che il prezzo formatosi durante il primo giorno di contrattazione rifletta il *fair value* del titolo.

Per il calcolo dell'*underpricing* in letteratura sono impiegati due indicatori: *underpricing* assoluto e corretto.

Il primo rappresenta la differenza tra il prezzo di riferimento del primo giorno di quotazione ed il prezzo di collocamento, rapportato a quest'ultimo:

$$U_1 = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (2)$$

dove:

$P_{i,t}$ è il *closing price* del titolo i -esimo il primo giorno di negoziazione;

$P_{i,0}$ è il suo prezzo di offerta.

³⁰ Oltre ai costi considerati ce ne sono altri (costi impliciti), difficilmente quantificabili, connessi alle modifiche che la società di gestione del mercato chiede di apportare alla struttura e ai sistemi di gestione e controllo dell'emittente. Poiché molti dei requisiti in parola risultano già soddisfatti dalle società VB è plausibile ritenere che queste sostengano minori costi impliciti.

L'*adjusted underpricing* prende in considerazione la *performance* dell'indice (il *Mibtel*) dall'inizio dell'offerta (I_0) fino al giorno della quotazione (I_1), allo scopo di depurare l'*underpricing* assoluto dall'andamento del mercato:

$$U_{1,Mib} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{I_{i,1} - I_{i,0}}{I_{i,0}}; \quad (3)$$

Tale indicatore sebbene riesca ad ovviare agli evidenti limiti palesati dall'*underpricing* assoluto, non appare impeccabile sotto il profilo formale, ignorando la correlazione tra i rendimenti del titolo in esame e quelli dell'indice di mercato.

In tal senso una misura più accurata dell'*underpricing* potrebbe essere ottenuta costruita sommando all'*underpricing assoluto* la variazione registrata dell'indice di mercato tra l'inizio dell'offerta e il giorno di quotazione, ponderata per il *Beta* del titolo *i-esimo*.

$$U_{1,Mib,\beta} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{I_{i,1} - I_{i,0}}{I_{i,0}} \beta_{i,Mib} \quad (4)$$

La (4) presenta un limite oggettivo: al momento della quotazione non si conosce il valore del *Beta* del titolo. Si potrebbe ovviare a tale ostacolo ipotizzando che esso coincida con il *Beta* settoriale. Un risultato analogo può essere ottenuto, più semplicemente, correggendo l'*underpricing* assoluto con la *performance* dell'indice settoriale dall'inizio dell'offerta (I_{S0}) fino al giorno della quotazione (I_{S1}).

$$U_{1,IS} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{I_{S1,1} - I_{S1,0}}{I_{S1,0}} \quad (5)$$

Nel presente *paper* per misurare l'*underpricing* è stato impiegato quest'ultimo indicatore.

4. Principali risultati

La **tabella n. 5** riporta per ciascun elemento del campione le principali informazioni relative all'offerta ed ai costi dell'attività del consorzio di collocamento. Per tutti i titoli è disponibile il dato relativo all'*underpricing* e per la quasi totalità quello relativo alla commissione di collocamento. Solo per 75 delle 133 Ipo campionarie è invece disponibile il dato relativo alle spese della quotazione al netto del *gross spread*. Il grado di copertura è comunque superiore al 55 per cento del campione.

Tabella n. 5 – Operazioni di Ipo nel periodo 1999-2007: caratteristiche e costi dell'attività del consorzio di collocamento

Titolo	Mkt	Data quotazione	Prezzo Ipo	Titoli collocati	Raccolta Totale (ml euro)	Gross Spread	Altre Spese	U_I
Ducati Holding	Mta	24/3/99	3,1	90.200.000	279,62	6,13%		-1,38%
Mirato	Mta	1/6/99	6,5	7.200.000	46,80	4,38%		5,97%
Opengate	Nm	17/6/99	34	901.856	30,66	5,25%		13,29%
Gruppo Coin	Mta	28/6/99	7	16.300.000	128,10	4,50%		-1,10%
Filatura di Pollone	Mta	6/7/99	3,13	5.300.000	16,59	3,80%		-0,64%
Trevi	Mta	15/7/99	2,9	23.000.000	66,70	4,50%		-5,19%
Acea	Mta	16/7/99	8,95	92.758.000	830,18	3,00%		23,56%
Marcolin	Mta	19/7/99	2,65	12.870.000	34,11	4,38%		-14,89%
Roncadin	Mta	19/7/99	3,4	15.000.000	51,00	4,00%		-4,98%
Olidata	Mta	20/7/99	2,7	14.000.000	37,80	5,50%		43,28%
Vemer Siber	Mta	20/7/99	2,84	10.600.000	30,10	4,13%		-8,43%
Permasteelisa	Mta	23/7/99	7,7	10.400.000	80,08	4,13%		6,53%
Acsm Como	Mta	27/10/99	1,94	9.300.000	18,04	4,00%		37,49%
Prima Industrie	Nm	27/10/99	30	430.000	14,70	6,50%	7,03%	4,88%
Fiscali	Nm	27/10/99	46	3.040.000	160,82	4,25%	3,23%	51,71%
Pol. San Faustino	Nm	29/10/99	37	300.000	11,10	4,00%		20,42%
Tecnodiffusione It.	Nm	29/10/99	36	795.000	34,56	5,00%		8,19%
Enel	Mta	2/11/99	4,3	3.571.467.363	15.517,98	1,70%		-1,49%
ItalDesign	Mta	11/11/99	7	17.390.000	121,73	4,50%		65,47%
Basicnet	Mta	17/11/99	3,9	13.926.000	59,77	4,50%		-0,88%
Finmatica	Nm	24/11/99	5	13.500.000	78,75	5,50%		435,26%
Grandi Navi Veloci	Mta	26/11/99	4	19.500.000	78,00	4,13%		-9,34%
Gandalf	Nm	23/12/99	39	434.200	16,93	5,50%	8,12%	129,60%
E.Biscom	Nm	30/3/00	160	9.500.000	1.672,00	4,50%	0,18%	41,00%
I. Net	Nm	4/4/00	176	914.300	175,00	5,50%		178,43%
Freedomland	Nm	19/4/00	105	3.300.000	346,50	4,50%	1,98%	-9,79%
As Roma	Mta	23/5/00	5,5	13.000.000	79,68	4,30%		19,15%
Tas	Nm	26/5/00	35	500.000	17,50	5,00%		72,25%
Art'è	Nm	31/5/00	45	1.026.000	51,98	4,51%	0,99%	32,89%
Chl	Nm	2/6/00	30	1.267.566	43,79	4,50%		135,47%
Ferretti spa	Mta	23/6/00	2,47	54.250.000	153,14	3,50%	1,01%	-0,18%
Mondo tv	Nm	28/6/00	64	800.000	51,20	5,00%		12,57%
Dada	Nm	29/6/00	33,5	3.342.000	121,07	4,13%	1,28%	6,94%
Euphon	Nm	4/7/00	58	1.510.000	87,58	4,13%		-8,03%
Cdc	Nm	6/7/00	34	2.450.000	88,79	4,00%	1,16%	6,47%
Caltagirone editore	Mta	7/7/00	18	35.000.000	630,00	3,65%	0,41%	-14,32%
Aeroporto di Firenze	Mta	11/7/00	8,1	3.042.200	28,34	4,75%	4,37%	30,06%
Lavorwash	Mta	12/7/00	6,2	3.334.000	20,67	4,30%	2,00%	-14,49%
Txt	Nm	12/7/00	75	530.200	39,77	4,50%	3,90%	-2,69%
Cairo Comunic.	Nm	19/7/00	65	1.750.000	131,38	4,00%		-11,88%
Mariella Burani	Mta	21/7/00	7	10.000.000	76,73	4,00%	0,20%	-4,56%
Ai software	Nm	1/8/00	26	850.000	22,10	4,00%		4,69%
Inferentia	Nm	1/8/00	46	900.000	41,40	4,13%	3,74%	15,56%
Eplanet	Nm	3/8/00	80	1.500.000	120,00	5,00%		1,00%
Tc Sistema	Nm	4/8/00	40,7	1.020.000	44,81	5,25%	1,29%	2,20%
Acotel	Nm	9/8/00	54	833.000	44,98	5,00%	3,44%	56,86%
Buongiorno	Nm	12/10/00	26	1.200.000	31,20	4,25%		5,49%
Datamat	Nm	12/10/00	23	8.044.122	185,01	3,50%	5,02%	2,06%
Data Service	Nm	18/10/00	40	1.114.000	55,76	4,50%		32,71%
Bb Biotech	Nm	19/10/00	1185	160.000	189,60	3,50%		6,96%
Digital bros	Nm	20/10/00	16	2.500.000	40,00	4,75%	4,50%	30,73%
Cad it	Nm	26/10/00	32	2.168.000	69,38	5,30%	1,71%	8,20%
Centrale del latte	Mta	3/11/00	6,8	3.449.500	23,46	4,50%	1,54%	-1,44%
Tod's	Mta	6/11/00	40	7.562.500	330,00	3,50%	0,39%	17,24%
Novus Pharma	Nm	9/11/00	80	2.500.000	200,00	5,50%	0,75%	-6,90%
Fidia	Nm	27/11/00	14	1.200.000	16,80	4,75%		0,71%
Aem Torino	Mta	1/12/00	2,7	90.300.000	280,38	2,90%	0,71%	17,83%
Luxottica	Mta	4/12/00	16,83	10.385.000	174,79	2,15%	1,18%	7,63%
Saeco	Mta	4/12/00	3,36	55.610.850	214,88	3,50%		29,44%
Reply	Nm	6/12/00	18	1.970.000	35,46	4,50%	4,37%	-14,50%
El.en	Nm	11/12/00	26	1.354.000	35,20	4,40%	2,84%	-8,07%
Engineering	Nm	12/12/00	40	2.500.000	100,00	5,00%	2,07%	3,34%

Titolo	Mkt	Data quotazione	Prezzo Ipo	Titoli collocati	Raccolta Totale (ml euro)	Gross Spread	Altre Spese	U₁
Dmail group	Nm	22/12/00	17,5	1.450.000	25,38	5,50%		-6,60%
Acegas	Mta	28/2/01	10,5	14.889.400	165,36	2,90%	0,37%	0,27%
PCU Italia	Nm	2/3/01	16,5	1.640.000	27,06	4,75%		2,36%
Datalogic	Nm	28/3/01	20	2.646.000	60,92	4,75%		-7,42%
Lottomatica	Mta	17/5/01	4,75	42.300.000	207,12	4,13%		0,14%
I Viaggi del Ventaglio	Mta	30/5/01	4,5	9.150.000	41,18	4,50%	1,57%	-9,63%
AirDolomiti	Mta	13/6/01	12	2.100.000	25,20	4,35%		1,74%
Graniti fiandre	Mta	13/6/01	8	13.318.560	113,53	3,00%	1,32%	-2,64%
Algol	Nm	15/6/01	10,5	850.000	8,93	5,00%		-11,11%
Biesse	Mta	22/6/01	9	9.588.000	86,29	4,75%		7,94%
Amplifon	Mta	27/6/01	20	4.837.000	108,34	4,75%		20,70%
Giacomelli	Mta	4/7/01	2,25	16.500.000	37,13	4,75%	5,29%	-3,80%
It way	Mta	4/7/01	15	997.105	14,96	5,50%	15,54%	-4,25%
Campari	Mta	6/7/01	31	12.705.000	424,69	4,50%		-3,30%
De Longhi	Mta	24/7/01	3,4	37.500.000	127,50	3,75%		-0,78%
Esprinet	Nm	25/7/01	14	1.096.102	15,35	3,50%		2,39%
Negri Bossi	Mta	6/11/01	2,85	11.200.000	31,92	4,75%	4,04%	-2,48%
Snam rete gas	Mta	6/12/01	3,8	786.600.000	2.989,08	1,25%	0,84%	3,28%
Juventus FC	Mta	20/12/01	3,7	38.700.000	147,14	3,25%	2,55%	5,03%
Astaldi	Mta	6/6/02	3,1	35.800.000	110,98	4,50%	2,34%	-1,22%
Pirelli & C real estate	Mta	25/6/02	26	14.150.000	374,80	4,00%	3,07%	-8,29%
ASM Brescia	Mta	12/7/02	1,85	180.000.000	360,75	1,75%		1,24%
Socotherm	Mta	11/12/02	3,5	9.400.000	32,90	4,00%		-0,54%
Fiera Milano	Mta	12/12/02	7,5	13.000.000	108,75	3,25%	5,06%	7,39%
Meta	Mta	28/3/03	1,95	37.657.500	74,64	2,00%		-9,20%
Hera	Mta	26/6/03	1,25	305.000.000	438,44	1,98%		1,81%
Isagro	Mta	5/11/03	4	4.000.000	16,00	4,50%		-4,03%
Trevisan	Mta	5/11/03	3,1	11.100.000	34,41	3,75%	2,91%	-2,09%
DMT	Mta	22/6/04	21	4.000.000	84,00	3,87%	3,87%	-6,09%
Terna	Mta	23/6/04	1,7	870.000.000	1.700,00	1,60%	2,68%	3,72%
Azimut Holding	Mta	7/7/04	4	94.993.699	379,97	3,00%		4,97%
Panaria	Mta	19/11/04	5,6	14.400.000	88,70	3,90%		-1,27%
Geox	Mta	1/12/04	4,6	65.000.000	343,85	2,25%	1,60%	19,13%
IGD	Mta	11/2/05	1,45	95.450.000	152,25	3,00%	1,97%	13,48%
Save	Mta	25/5/05	21	6.670.000	161,07	2,25%	6,21%	-0,85%
Toro Assicurazioni	Mta	1/6/05	11,25	54.552.000	705,78	2,50%		5,58%
Marr	Mta	21/6/05	6,65	26.400.000	183,71	2,50%	1,50%	0,07%
Anima sgr	Mta	26/10/05	3,3	27.400.000	103,95	3,75%	0,96%	11,15%
Guala Closures	Mta	24/11/05	4,2	36.579.000	162,85	2,00%		6,91%
Eurotech	Mta	30/11/05	3,4	8.652.000	33,83	5,00%		29,80%
Safilo	Mta	9/12/05	4,9	140.000.000	723,57	3,90%	1,11%	-2,33%
Eurofly	Mta	21/12/05	6,4	6.300.000	42,82	3,50%	3,74%	-3,30%
Marazzi	Mta	15/2/06	10,25	28.853.000	302,74	3,00%	1,65%	-5,96%
Ansaldo sts	Mta	29/3/06	7,8	52.174.000	468,00	2,30%	1,71%	18,54%
Eems Italia	Mta	27/4/06	8,2	16.716.000	157,63			15,62%
Saras	Mta	18/5/06	6	345.000.000	2.070,00	1,85%	0,58%	-7,45%
Nice	Mta	19/5/06	5,7	36.910.000	231,43	4,00%	1,30%	18,63%
Bolzoni	Mta	8/6/06	3,2	8.532.147	29,70	3,50%	4,55%	-2,00%
Piaggio	Mta	11/7/06	2,3	119.250.295	315,42	3,00%	1,59%	1,24%
Polynt	Mta	30/10/06	1,8	71.208.000	144,89	4,00%	1,38%	2,77%
Elica	Mta	10/11/06	5	22.500.000	127,50	2,00%	2,35%	10,85%
Poltona Frau	Mta	15/11/06	2,1	49.116.000	113,74	2,50%	2,64%	36,97%
Gas Plus	Mta	6/12/06	8,5	11.250.000	106,14	3,75%	2,83%	9,43%
Ascopiave	Mta	12/12/06	1,8	81.160.000	168,00	3,25%	1,67%	5,56%
Cobra	Mta	12/12/06	6,9	6.775.000	52,57		4,38%	13,04%
Omnia Network	Mta	28/2/07	5	9.000.000	45,00	4,20%	3,89%	6,94%
Aicon	Mta	4/4/07	4,1	35.000.000	165,03	2,80%	1,21%	10,20%
D'Amico	Mta	3/5/07	3,5	59.979.963	228,68			-2,05%
Prismian	Mta	3/5/07	15	72.000.000	1.242,00	2,50%		8,92%
Mutuonline	Mta	6/6/07	5,6	13.829.155	89,06	3,00%	1,48%	9,54%
Zignago Vetro	Mta	6/6/07	4,5	25.500.000	126,00	3,00%	2,86%	7,40%
Rdb	Mta	19/6/07	5,1	13.200.000	75,48	3,10%	6,62%	4,79%
Landi renzo	Mta	26/6/07	4	40.000.000	184,00	3,95%	1,63%	10,75%
Enia	Mta	10/7/07	10,1	36.463.686	414,13	1,50%	0,72%	10,04%
Diasorin	Mta	19/7/07	12,25	19.000.000	250,28	3,10%	1,20%	0,62%
Aeffe spa	Mta	24/7/07	4,1	34.800.000	151,51	3,25%	1,32%	-3,74%

Titolo	Mkt	Data quotazione	Prezzo Ipo	Titoli collocati	Raccolta Totale (Ml euro)	Gross Spread	Altre Spese	U_t
Sat	Mta	26/7/07	12,35	1.860.000	25,64	4,90%	5,85%	11,92%
Bialetti Industrie	Mta	27/7/07	2,5	18.750.000	49,66	3,50%	4,03%	10,09%
Damiani	Mta	8/11/07	4	26.355.500	105,42	3,00%	5,69%	-5,65%
Maire Tecnimont	Mta	26/11/07	2,8	96.750.000	311,50	3,40%	1,57%	-1,89%
Il Sole 24 ore	Mta	6/12/07	5,75	35.091.490	209,57		2,62%	0,86%

Fonte: Elaborazione su dati Borsa italiana e Datastream

I risultati derivanti dall'aggregazione dei dati relativi a ciascuna emissione azionaria sono sintetizzati nella **tabella n. 6**. Le spese sostenute mediamente dalle imprese che si sono quotate tra il 1999 ed il 2007 si sono attestate attorno al 19,66 per cento del controvalore dell'offerta. La componente di costo più rilevante è l'*underpricing* (13,02%), seguito dal *gross spread* (3,92%) e dagli altri costi diretti (2,74%).

Tab n. 6 – Statistiche sui costi di quotazione delle Ipo campionarie

	Totale Ipo			
	Gross Spread	Altre spese	Underpricing	Totale costi
Media	3,90%	2,74%	13,02%	19,66%
Mediana	4,00%	1,98%	3,28%	9,26%
Min	1,05%	2,33%	45,25%	48,62%
Max	1,25%	0,18%	-14,89%	-13,46%
Dev. Standard	6,50%	15,54%	435,26%	457,29%

Fonte: Elaborazione su dati Borsa italiana e Datastream

La differenziazione tra Ipo VB e NVB (**tab n. 7**) mostra, in linea con le attese teoriche, un forte contenimento dell'*underpricing* ed un minore livello di dispersione intorno alla media per le società partecipate da investitori istituzionali. Ne consegue che per le società VB risulta meno probabile approdare in Borsa con uno sconto di emissione significativo in virtù sia del ruolo di certificazione assolto dagli investitori istituzionali, che riduce le difficoltà e i rischi relativi al *placement*, sia del maggiore potere contrattuale che essi hanno nei confronti delle banche collocatrici.

Relativamente ai costi diretti, i dati evidenziano una trascurabile differenziazione tra le commissioni corrisposte al consorzio di collocamento e agli altri soggetti coinvolti nel processo di quotazione. Tali risultati ribadiscono quelli ottenuti in letteratura e rigettano, almeno con riferimento al contesto italiano, l'ipotesi che tra *underpricing* e costi diretti, in particolare *gross spread*, esista un rapporto di *trade off*³¹, nel senso che nella contrattazione tra emittente e collocatore, il primo potrebbe essere disposto a corrispondere un maggiore *gross spread* pur di veder ridotto l'*underpricing* o, in alternativa, il secondo potrebbe accontentarsi di una minore commissione in presenza dell'opportunità di fissare un prezzo di collocamento più basso. Tale affermazione trova

³¹ Puri M., "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process," *Journal of Financial Economics*, 54, 1999.

un importante riscontro nella circostanza che i titoli che presentano *overpricing* e quelli che registrano *underpricing* sostengono costi diretti di quotazione pressoché identici.

Tab n. 7 – Statistiche sui costi di quotazione delle ipo VB e NVB

	Ipo NVB				Ipo VB			
	Gross Spread	Altre spese	Under-pricing	Totale Costi	Gross Spread	Altre spese	Under-Pricing	Totale Costi
Media	3,77%	2,60%	15,80%	22,18%	4,12%	2,96%	7,94%	15,03%
Mediana	4,00%	2,59%	5,58%	12,17%	4,25%	2,35%	-0,18%	6,42%
Dev Standard	1,04%	2,52%	51,98%	52,11%	1,04%	1,98%	29,03%	29,75%
Min	1,25%	0,18%	-14,50%	-10,25%	1,50%	0,72%	-14,89%	-10,51%
Max	5,50%	15,54%	435,26%	440,76%	6,50%	8,12%	135,47%	143,22%

Fonte: Elaborazione su dati Borsa italiana e Datastream

L'analisi fin qui condotta potrebbe tuttavia non risultare sufficiente a documentare la capacità degli operatori di *private equity* di minimizzare i costi della quotazione.

Poiché l'entità di quest'ultimi, e specialmente quella dei costi diretti, è influenzata dalle dimensioni dell'offerta si potrebbe avanzare il sospetto che la relazione tra la presenza dell'investitore istituzionale e l'ammontare delle spese di quotazione risenta della diversa dimensione media delle Ipo VB e NVB.

Vi sono due ragioni per ritenere che il costo dei servizi di collocamento sia negativamente correlato al valore dell'operazione. In primis, collocamenti più consistenti interessano società ad ampia capitalizzazione, quindi più note al mercato e agli analisti. Per l'intermediario che cura l'Ipo ne consegue sia una minore incertezza circa il risultato del collocamento, sia minori costi necessari a promuovere le sottoscrizioni tramite *road show* e produzione di analisi finanziarie³². Per l'emittente ne consegue un maggior potere contrattuale nei confronti degli intermediari essendo meno esposto al rischio di restare *informationally captured* da parte di un numero limitato di banche con cui intrattiene usualmente rapporti³³. In secondo luogo, l'erogazione di servizi di intermediazione per le Ipo è contraddistinta da forti economie di scala per la presenza di una componente significativa di costi fissi.

Per le motivazioni esposte, le Ipo campionarie sono state ripartite sulla base del controvalore dell'offerta. Il numero delle classi ed i valori soglia delle stesse sono stati individuati in modo da evitare un'eccessiva concentrazione delle osservazioni in un singolo gruppo. I risultati riportati nella **tab n. 8** disperdono i dubbi palesati. I costi di quotazione risultano negativamente correlati al controvalore dell'offerta, tuttavia all'interno di ciascuna classe le imprese VB si contraddistinguono per il fatto di sostenere minori costi di quotazione rispetto alle NVB.

³² Altinkilic, O. e R.S. Hansen, 2000, "Are there economies of scale in Underwriting Fees? Evidence of rising External Financing costs", in *Review of Financial Studies* 13, 191-218.

³³ Cfr. Geranio M., Lazzari V., "Il mercato delle Initial Public Offering nell'Europa continentale" in *Quaderni di Ricerche dell'Ente Luigi Einaudi*, n. 32, Roma, 2002.

Tab n. 8 - Costi diretti ed indiretti per dimensione dell'offerta

Controvalore offerta	Numero ipo	Gross Spread	Altre spese	Totale costi diretti	Underpricing	Totale costi
Totale Ipo						
0-100	66	4,44%	3,97%	8,41%	16,66%	25,07%
100-300	44	3,64%	2,21%	5,85%	11,98%	17,83%
oltre 300	23	2,83%	1,34%	4,17%	4,59%	8,76%
<i>Tot</i>	<i>133</i>	<i>3,90%</i>	<i>2,74%</i>	<i>6,83%</i>	<i>13,02%</i>	<i>19,85%</i>
Ipo VB						
0-100	27	4,44%	3,89%	8,33%	10,55%	18,88%
100-300	12	3,82%	2,16%	5,98%	6,79%	12,77%
oltre 300	7	3,34%	1,41%	4,75%	-0,73%	4,02%
<i>Tot</i>	<i>47</i>	<i>4,12%</i>	<i>2,96%</i>	<i>6,86%</i>	<i>7,94%</i>	<i>15,03%</i>
Ipo NVB						
0-100	39	4,42%	3,91%	8,33%	21,12%	29,46%
100-300	32	3,59%	2,34%	5,93%	14,11%	20,04%
oltre 300	16	2,61%	1,30%	3,91%	6,91%	10,82%
<i>Tot</i>	<i>86</i>	<i>3,77%</i>	<i>2,60%</i>	<i>6,33%</i>	<i>15,80%</i>	<i>22,13%</i>

Fonte: Elaborazione su dati Borsa italiana e Datastream

Un'analisi più approfondita dei dati relativi alle società *VB* consente di trarre osservazioni aggiuntive. Tra le imprese *VB*, quelle che prima del lancio dell'offerta pubblica iniziale sono partecipate da un consorzio di operatori di *private equity* sostengono minori costi di quotazione rispetto alle altre, per effetto di un *underpricing* pressoché nullo³⁴.

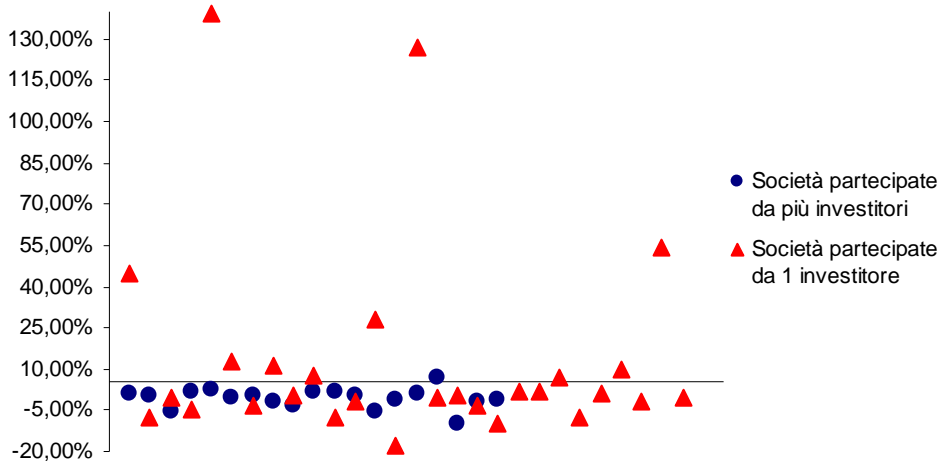
In particolare, il confronto tra la scarsa volatilità che caratterizza l'*underpricing* delle società partecipate da più investitori istituzionali e quella più pronunciata delle altre società *VB* (**fig. n. 1**) induce a ritenere che la presenza nel capitale della società quotanda di un consorzio di operatori di *private equity* ancor più del semplice fatto che essa sia *VB* o *NVB* rappresenta un elemento importante per contenere l'*underpricing* ed incrementare la probabilità di ottenere in sede di Ipo una valutazione in linea con i fondamentali economici dell'azienda.

Sotto il profilo teorico tale evidenza offre importanti spunti interpretativi; in primo luogo la presenza dell'operatore di *private equity* non sempre è in grado di produrre l'effetto segnaletico necessario a ridurre l'incertezza ed i rischi legati all'attività di collocamento. A conferma di tale ipotesi vi è la circostanza che non mancano casi di titoli classati con uno sconto di emissione particolarmente elevato (*Art'è, Chl, Tiscali, Eurotech*). In secondo luogo la funzione di certificazione assoluta dagli operatori di *private equity* non è sufficiente a limitare il fenomeno dell'*underpricing* se non

³⁴ Cenni *et al* conducono un'analisi analoga con riferimento ad un campione di Ipo condotte tra il 1995-1998 riportando risultati differenti. Le società partecipate da un unico *VC* presentano un *underpricing* sensibilmente inferiore rispetto a quello fatto registrare dalle altre società *VB*. L'ipotesi avanzata dagli autori è che la presenza di più operatori sia associata alle imprese con prospettive meno esaltanti.

accompagnata dal potere contrattuale necessario a risolvere positivamente il conflitto di interesse tra emittente ed intermediari collocatori. In tal senso appare ragionevole sostenere che esso sia positivamente correlato al numero di investitori presenti nella compagine sociale dell'emittente.

Fig. n. 1 – Diagramma di dispersione dell'underpricing



Fonte: Elaborazione su dati Borsa italiana e Datastream

Conclusioni

Le conclusioni cui perviene questo lavoro possano costituire un valido supporto informativo per le imprese, affinché organizzino e gestiscano il processo di quotazione in modo economico ed efficiente.

L'analisi svolta evidenzia infatti come la presenza degli operatori di *private equity* nella compagine della società quotanda oltre ad agevolare il processo di quotazione in Borsa – garantendo il rispetto dei requisiti economici, finanziari e di trasparenza necessari all'ammissione – sia in grado di renderlo economicamente più conveniente.

Le società *VB* nel periodo analizzato (1999-2007) hanno sostenuto minori costi di quotazioni rispetto a quelle *NVB*, per effetto del minor *underpricing*, conseguenza del ruolo di certificazione assolto dagli operatori di *private equity* e del maggiore potere contrattuale che hanno nei confronti nelle banche collocatrici.

Come evidenziato in letteratura i *venture capitalist* operando costantemente sul mercato delle Ipo, sono mossi dall'intento principale di consolidare i rapporti con le imprese da un lato, e con gli investitori ed il mercato finanziario dall'altro.

Tale circostanza fa sì che essi cerchino di risolvere il *trade-off* tra la massimizzazione dei guadagni derivanti dall'Ipo, e la salvaguardia del proprio capitale reputazionale attraverso una valutazione dei titoli classati che rispecchi il loro valore fondamentale; così facendo, l'investitore istituzionale certifica il *fair value* della società partecipata, contribuendo a colmare il *gap* informativo tra investitori ed impresa quotanda. Tuttavia

affinché la funzione di certificazione sia in grado di contenere l'*underpricing* è necessario che essi oltre ad essere contraddistinti da un'elevata reputazione detengano sufficiente potere contrattuale in modo da neutralizzare l'opportunità degli intermediari collocatori, incentivati a fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre i costi e l'impegno profuso nell'attività di collocamento. In tale ottica è logico ritenere che maggiore è il numero di investitori istituzionali presenti nell'azionariato della società quotanda e maggiore è il capitale reputazionale messo a servizio della stessa così come più forte è la posizione dell'emittente nei confronti del consorzio di collocamento. Il minor valore medio, ma ancor più la scarsa volatilità dell'*underpricing* fatto registrare dalle società partecipate da un consorzio di investitori istituzionali rispetto a quello che ha caratterizzato le altre imprese VB, oltre ad assumere una notevole valenza interpretativa presenta anche degli importanti risvolti operativi; per una società che intende approdare in Borsa e che teme di ottenere in sede di collocamento una valutazione sensibilmente inferiore rispetto a quella espressa dal mercato, l'ingresso nella compagine sociale di una pluralità di operatori di *private equity* può costituire una valida soluzione.

Per quanto riguarda gli altri costi di quotazione, i risultati riportati non confermano la tesi inizialmente prospettata che gli *institutional investors* siano in grado di minimizzare anche i costi diretti, ma, al contempo, consentono di rigettare quella paventata da alcuni autori che le società VB in cambio di un prezzo di collocamento in linea con il *fair value* dei titoli collocati accettino di corrispondere commissioni di collocamento più elevate. Evidentemente, l'elevata componente di costi fissi legata all'erogazione di servizi di intermediazione per le Ipo impedisce agli investitori istituzionali di negoziare con le banche collocatrici e gli altri soggetti coinvolti nel processo di quotazione l'entità delle commissioni, essendo quest'ultime determinate principalmente dalla dimensione dell'operazione.

La capacità del *private equity* di contenere l'*underpricing* e di minimizzare i costi di quotazione costituisce solo una delle funzioni ad esso ascrivibili. Un ulteriore elemento di analisi è rappresentato dalla possibilità che alle società VB sia riconosciuto in sede di collocamento un valore relativo (cioè rapportato al prezzo che il mercato attribuisce alle imprese comparabili) maggiore rispetto alla valutazione assegnata alle società nel cui capitale non è presente un investitore istituzionale³⁵. Se tale ipotesi è verificata, vuol dire che la presenza dell'operatore di *private equity* nella fase pre-Ipo è in grado di massimizzare i guadagni derivanti dal collocamento dei titoli, con benefici economici per l'emittente e per gli azionisti che dismettono la propria partecipazione.

L'analisi di quest'ultimo aspetto, in particolare, sarà oggetto di un prossimo lavoro, che unitamente al presente *paper*, si colloca all'interno di un progetto di ricerca di ampio respiro, il cui obiettivo è dimostrare che l'operatore di *private equity* oltre ad agevolare il processo di quotazione in Borsa – garantendo il rispetto dei requisiti economici, finanziari e di trasparenza necessari all'ammissione – è in grado di renderlo economicamente più conveniente.

³⁵ Chemmanur T., Loutskina E., "How do corporate venture capitalists create value for entrepreneurs?", Working paper, Boston College, 2007.

Bibliografia

- Aggarwal R., Rivoli P., “Fads in the initial public offering market?”, in *Financial Management*, Spring, 1990.
- Allen, F., and G. Faulhaber, “Signaling by Underpricing in the IPO Market,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, 1989.
- Angelini E., “L’underpricing e il ruolo del venture capitalist negli Ipo italiani”, in *Bancaria* n. 3., 2006.
- Barry, C., C. Muscarella, J. Peavy and M. Vetsuypens, “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies”, *Journal of Financial Economics*, 27, 1990.
- Bartling B., Park A., “What Determines the Level of IPO Gross Spreads? Underwriter Profits and the Cost of Going Public”, 10 august, 2006.
- Brav, A. and P.A. Gompers, “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies”, *The Journal of Finance* 52, 1997, pp. 1791-1821.
- Chemmanur T., Loutskina E., “The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?” Working paper, Boston College, 2005.
- Chemmanur T., Loutskina E., “How do corporate venture capitalists create value for entrepreneurs?”, Working paper, Boston College, 2007.
- Chen C. H., Ritter J., “The seven per cent solution”, in *Journal of finance*, 2000.
- Cenni S., Fabrizio S., Torluccio G., “Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo delle Ipo, in “Il venture capital” (a cura di) Corigliano R., *Bancaria* editrice, 2002.
- Coakley J., Hadass L., Wood A., “Post-Ipo operating performance, venture capitalists and mark timing”, Discussion Paper No.04-16, Department of Accounting, Finance and Management University of Essex, november 2004.
- Derrien, F. e K. L. Womack, “Auctions vs bookbuilding and the control of underpricing in hot ipo markets, forthcoming”, in *Review of Financial Studies*, 2001.
- Dushnitsky G., Lenox M. J., “When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?”, Working paper, 2004.
- Fabrizio S., Samà M., “Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: Una valutazione dell’underpricing e della long-run performance”, in *Quaderni di finanza*, n. 44, Consob, gennaio 2001.
- Fama E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, in *Journal of Finance*, vol 25, 1970.
- Ferretti R., “Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle Ipo italiane”, Short Notes Series, CEFIN, febbraio 2008.
- Francis, B. B. and Hasan I., *The Underpricing of Venture and Nonventure Capital IPOs: An Empirical Investigation*, in: *Journal of Financial Services Research*, Vol. 19, n. 2/3, 2001.
- Franzke S. A., “Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany’s Neuer Market”, *Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms*, 2003.
- Geranio M., Lazzari V., “Il mercato delle Initial Public Offering nell’Europa continentale” in *Quaderni di Ricerche dell’Ente Luigi Einaudi*, n. 32, Roma, 2002.

- Giorgino M., Giudici G., Paleari S., “Nuove quotazioni e IPOs: l’esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in borsa”, Bancari editrice, Roma, 2001.
- Habib, M. A. and Ljungqvist A. P., “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence”, in *Review of Financial Studies*, vol. 14, n. 2, 2001.
- Hamao, Y., Packer F., Ritter J. R., “Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan”, in *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 8, 2000.
- Hellman T., Puri M., “On the Fundamental Role of Venture Capital”, *Economic Review*, published by the Atlanta Federal Reserve Bank, 87, No. 4, 2002.
- Ibbotson R., and J. F. Jaffe, “Hot Issue Markets,” in *Journal of Finance*, 30, n. 4, 1975.
- Jelic R., Saadouni B., e Wright M., “Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital”, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3) & (4), April/May 2005.
- Lee, I., S. Lochhead, J. R. Ritter e Q. Zhao, 1996, “The cost of raising Capital”, *Journal of Financial Research* 19, 59-74.
- Lee P. M., Wahal S., “Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs”, Working Paper, Emory University, July 2002.
- Levis M., “Private equity backed in UK”, working paper series, 2007, disponibile sul sito internet: ssrn.com.
- Li X., Masulis R. W., “Venture capital investments by IPO underwriters: Certification or conflict of interest?”, 31 March, 2004.
- Lin T. H., R. L. Smith, “Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs”, *Journal of Corporate Finance*, 4, 1998.
- Ljungqvist A. P. , “IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies”, working paper, 1999.
- Loughran, T., and J. R. Ritter, “Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?” *Review of Financial Studies*, Vol. 15, 2002.
- Loughran, T., and J.R. Ritter, , “Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?” *Financial Management*, Vol. 33, No. 3, 2003.
- Meggison W. L. and Weiss K. A., “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, *the journal of finance*, vol. 46, n. 3, July 1981.
- Puri M., “Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process,” *Journal of Financial Economics*, 54, 1999.
- Rajan R., Zingales L. “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, n. 4, 2001.
- Ritter J. R., “The Hot Issues Market of 1980”, *Journal of Business*, n. 57, 1984.
- Ritter, J., “The Costs of Going Public”, in *Journal of Financial Economics*, n. 19, 1987.
- Rossetto S., “The Price of Rapid Exit in Venture Capital-backed IPOs”, working paper, 21 April 2006; disponibile sul sito internet www.ssrn.com.
- Schertler A., “The certification role of private equity investors: Evidence from Initial Public Offerings on the Nouveau Marché and the Neuer Markt, working paper, 2002.
- Tykvová T., Walz U. (2007), How important is participation of different venture capitalists in German IPOs?, *Global Financial Journal*, vol. 17, pp. 350-378.

Tian X., “The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms”, working Paper, Boston College, 2007.