



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"UNDERPRICING ED OFFERTE DI PUBBLICO ACQUISTO:  
UN'ANALISI EMPIRICA"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. MICHELE FABRIZI**

**LAUREANDA:MARCHESINI LAURA**

**MATRICOLA N. 1113068**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**

Sommario	
INTRODUZIONE .....	3
CAPITOLO 1- REVIEW DELLA LETTERATURA.....	4
Presentazione di dati riguardanti il breve periodo .....	4
Anni 70-90 .....	4
Anni 2000 .....	5
Teorie e differenti opinioni relative all'underpricing .....	7
Anni 80-90 .....	7
Anni 2000 .....	10
Lungo periodo: dati e teorie relative .....	13
CAPITOLO 2- IL METODO.....	18
Il focus .....	18
Metodologia .....	18
Problematiche riscontrate e debolezze dello studio .....	20
CAPITOLO 3- L'ANALISI EMPIRICA.....	22
Quantità di OPA: hot issue markets .....	22
Analisi quantitativo-settoriale.....	24
Analisi relativa all'Underpricing .....	27
Analisi settoriale sull'Underpricing .....	32
CONCLUSIONE .....	37
BIBLIOGRAFIA.....	39
SITOGRAFIA .....	41
APPENDICE .....	42

## INTRODUZIONE

Durante il mio periodo di soggiorno all'estero per studio, ho avuto la possibilità di frequentare un corso di studio riguardante il mercato dei capitali, e una parte del programma trattava delle IPO, ovvero Initial Public Offering, termine che si riferisce alla prima entrata sul mercato secondario di un'azienda, ovvero della sua quotazione su mercati regolamentati. Sono venuta a conoscenza di numerose teorie relative all'Underpricing, fenomeno per cui il prezzo di collocamento delle azioni di suddette società risulta essere più basso rispetto al reale valore dei titoli al momento della quotazione; nei giorni successivi all'entrata nel mercato perciò, il prezzo di queste azioni si alza considerevolmente, a conferma del fatto che il loro valore è più alto, riportando la coincidenza tra prezzo e valore reale del titolo. Questa consuetudine mi ha subito interessata, e ho capito come fosse un fenomeno che ha spinto molti ricercatori ad analisi empiriche sul tema e a proporre differenti teorie per la sua spiegazione.

Ho deciso pertanto di approfondire questo tema, presentando nel capitolo 1 le teorie relative a breve e lungo periodo, riportando i dati raccolti negli studi che ho ritenuto più significativi; ed esponendo nei successivi capitoli la mia ricerca empirica. In particolare nel capitolo 2 ho spiegato il metodo di procedimento e la tipologia di dati raccolti, mentre nel capitolo 3 ho esposto i veri e propri dati e la loro interpretazione.

Per riassumere quanto fatto, ho raccolto un campione di 1540 offerte di pubblico acquisto (OPA) da quattro paesi differenti, Italia, Stati Uniti, Germani e Regno Unito, per poter avere un quadro più ampio e completo e poter trarre delle conclusioni generali. Ho riscontrato un valore medio di underpricing a un giorno pari a 8,251% e un livello medio a un mese dalla quotazione pari a 10,122%. Tali valori confermano l'esistenza di questo fenomeno su ampio scenario, pur restando lievemente al di sotto di studi precedenti.

## CAPITOLO 1- REVIEW DELLA LETTERATURA

### Presentazione di dati riguardanti il breve periodo

#### *Anni 70-90*

Sono oramai presenti numerosi studi riguardanti l'andamento dei prezzi relativi a un'offerta di pubblico acquisto (OPA) e differenti, e a volte contrastanti, teorie che cercano di trovare una spiegazione al fenomeno. I due fenomeni più esaminati sono relativi all'*underpricing* che interessa la prima entrata sul mercato delle azioni di un'azienda, che risultano spesso essere valutate molto meno rispetto al reale valore della società; e all'*underperformance* che interessa le aziende nel lungo periodo, i prezzi relativi alle azioni risultano infatti diminuire significativamente se si considera un arco temporale di tre o cinque anni.

Uno dei primi studiosi a prendere in considerazione il fenomeno dell'*underpricing* fu Ibbotson (1975) : egli tra i primi sottolinea l'esistenza di "hot issue markets", ovvero periodi in cui i tassi di rendimento a un mese di aziende di nuova quotazione risultano particolarmente elevati; in questi periodi sembra anche esserci un aumento significativo della quantità di nuove quotazioni, evidentemente seguendo la positività del mercato. Per verificare in pratica quanto osservato, Ibbotson prende in considerazione le offerte di pubblico acquisto avvenute tra gennaio 1960 e ottobre 1970 e ne seleziona una al mese casualmente; trova che in media il rendimento aumenta approssimativamente del 11,4% nel primo mese. Rileva inoltre che gli investitori concentrano i loro acquisti in mesi in cui i rendimenti di imprese di nuova quotazione sono attesi essere altamente positivi. Questo studio, così come quello di Ritter (1984), che analizzando 5000 IPO avvenute negli Stati Uniti nel ventennio 1960-1982 riscontra un rendimento iniziale del 18,8% , sono alla base di molti lavori successivi.

Per quanto riguarda il panorama italiano è da riportare lo studio di Stefano Fabrizio (1999) che partendo dallo studio di ricerche estere, principalmente focalizzate sugli Stati Uniti, si ripropone di verificare se il fenomeno dell'*Underpricing* si presenta anche in Italia e con quali caratteristiche. Egli innanzitutto conferma il legame tra andamento del mercato e numero di offerte di pubblico acquisto: riscontra infatti una certa ciclicità, momenti di contrazione del mercato sono legati a un numero ridotto di nuove quotazioni e viceversa. Concentrandosi poi sul periodo 1988-1998 (77 OPA) rileva un valore medio dell'*underpricing* pari a 11,1% ; dato

che risulta essere in linea con quello di altri paesi. Registra però una riduzione costante dell'underpricing che ritiene dovuta all'aumento nel tempo della qualità delle informazioni contenute nei prospetti, che certifica attribuendo un punteggio alla presenza e alla profondità dell'informazione contenuta ( per ogni prospetto, se l'informazione è presente ma non è approfondita in modo esaustivo e chiaro avrà un punteggio più basso rispetto a una completa). Accerta inoltre una riduzione dell'età media delle aziende al momento della quotazione: l'Italia è sempre stata caratterizzata, e lo è tuttora, da un'elevata età media per le aziende di nuova quotazione rispetto ad altri paesi, ma già all'epoca Fabrizio (1999) trova riscontro di una riduzione di questa differenza, riduzione che attribuisce all'aumento di offerte di pubblico acquisto di piccole e medie imprese, che sappiamo essere la stragrande maggioranza nel contesto italiano. Nota, infine, come ad underwriter di qualità maggiore ( definita dalla quota di mercato posseduta o in alternativa dai "tombstone announcements" ), corrispondano OPA con un livello di underpricing più contenuto ; ciò ad indicare, secondo Fabrizio, che per mantenere la propria reputazione gli underwriters accettano preferibilmente offerte meno rischiose.

#### *Anni 2000*

Chahine, Filatotchev e Wright(2007) propongono uno studio relativo all'underpricing su Francia e Inghilterra. I dati raccolti provengono da tre differenti fonti: London Stock Exchange - New Issues e AIM market Statistics per il Regno Unito e Autoritès de Marchès Financiers (AMF) per la Francia, con un totale di complessivo di 440 IPO. I risultati mostrano un underpricing medio sull'intero campione del 18,7%; in particolare 17,9% per il Regno Unito e 20,5% per la Francia. I dati sono sulla linea di precedenti studi riguardanti il fenomeno in generale, ma anche i paesi stessi.

Altro interessante studio che interessa l'ambiente italiano è quello di Marco Onado (2011). Egli mette in risalto la performance italiana sotto la media internazionale nel primo decennio degli anni 2000: evidenzia un ridotto numero di aziende quotate, che è passato da 291 nel 2000 a 290 dieci anni dopo. Sottolinea inoltre, che nonostante le PMI rappresentino una parte fondamentale della nostra economia, la quantità di queste aziende che risulta quotata è di gran lunga inferiore a quella di altri paesi, e che questo mercato è occupato principalmente dalle banche e dalle public utilities. L'arretramento che ha constatato da diverse analisi, non corrisponde però ad alcuni atti riformatori avvenuti negli anni 90 che hanno portato a una protezione delle minoranze pari o simile con quella di altri paesi e a un sistema di scambi

efficiente e non dispendioso. Ritiene perciò che ciò sia un problema intrinseco al paese, dove gli investimenti non sono così frequenti come all'estero; assegna in parte la responsabilità di questa condizione a un problema che risulta presente in vari paesi ma che si accentua in Italia, ovvero la volontà dei vecchi azionisti di non cedere il controllo proprietario. Passando allo studio empirico, egli individua nel decennio 2000-2010 un totale di 172 operazioni e calcola un underpricing pari a 8% sia nel primo giorno che nel primo mese. Grazie al periodo preso in esame, Onado è in grado di riscontrare una forte ciclicità: i primi anni sono caratterizzati da un boom di nuove quotazioni corrispondente al manifestarsi della bolla tecnologica; seguita da un periodo di riduzione di numero di OPA, che ritornano poi ad aumentare negli anni precedenti la crisi (2006-2007), per poi quasi azzerarsi negli anni successivi (2008-2009). Detto risultato va quindi a conferma degli studi precedenti.

Un approccio diverso arriva dal recente studio di Strauß e Van der Meer (2017) che analizza l'impatto dei media sul valore delle azioni di aziende di nuova quotazione. Sono state prese in esame 50 IPO avvenute in Germania tra il 2011 e il 2015 e per verificare la copertura mediatica sono stati revisionati 3.644 articoli di giornale riguardanti le suddette quotazioni. Inoltre si è distinto tra interesse mediatico 6 giorni prima del giorno dell' IPO e interesse mediatico il giorno subito precedente. Mentre gli investitori professionali ottengono informazioni sull'azienda mediante il Road Show o con altri metodi, la diffusione di notizie da parte dei media può influenzare molto l'opinione di investitori privati; in particolare secondo Shiller (1995) persone che condividono gli stessi interessi e informazioni tendono a comportarsi nello stesso modo, e inoltre gli investitori tendono a seguire il consenso che si crea sul mercato, che si ritiene essere espresso dai media. Tra i risultati ottenuti si nota che quando i media divulgano informazioni sei giorni prima ( o comunque precedentemente) dell'IPO il livello di underpricing è più basso rispetto al caso di diffusione di notizie il giorno precedente. Ciò dipende dal fatto che maggiore è il tempo a disposizione per immagazzinare l'informazione, più chiara e precisa sarà l'idea che l'individuo si crea dell'azienda, il che porterà a un livello di underpricing ridotto; nel caso opposto invece una diffusione di notizie poco prima della data di prima quotazione crea un alto livello di incertezza, seguito da underpricing più elevato.

Tra i pochi lavori che confrontano la situazione tra diversi paesi, troviamo quello di Boulton, Smart e Zutter (2017), studiosi di università americane che si pongono però come obiettivo quello di confrontare l'effetto del "conservatorismo" sull'underpricing. Con conservatorismo qui si fa riferimento a quell'insieme di pratiche e regole della contabilità che servono a

riportare nei prospetti il valore netto degli asset; esistono infatti diversi metodi di contabilizzazione in diversi paesi, che possono portare a visioni distorte della società in questione. Essi sono convinti che un maggiore conservatorismo possa portare a una riduzione delle asimmetrie informative in due modi: aumento delle informazioni disponibili tempestive e accurate per il pubblico, ma anche riducendo la possibilità di comportamenti opportunistici da parte dei manager (ad esempio usare pratiche che portino a gonfiare l'utile dell'azienda). Per verificare la loro ipotesi, considerano le IPO relative a 36 paesi in tutto il mondo, per un ammontare complessivo di 13.285 osservazioni e utilizzano come misura del conservatorismo il livello di conservatorismo medio del paese di appartenenza, dato dalle società già presenti sul mercato. La loro ipotesi viene confermata: riscontrano infatti un livello di underpricing minore per quei paesi il cui conservatorismo risulta più elevato, poiché esso produce informazioni sulle aziende più veritiere, che riducono le asimmetrie informative e in generale l'incertezza che contraddistingue l'ingresso nel mercato secondario di nuove imprese, portando quindi a un prezzo di lancio più corretto. Facendo una media tra tutti i paesi, il livello medio di underpricing risulta essere del 28,3% ; si va da paesi come Irlanda, Svezia e Messico con underpricing basso (meno del 10%) a paesi come Turchia, Corea del Sud e Giappone con valori superiori al 40% (Grecia superiore a 60%). Questo studio dimostra come il fenomeno in esame sia presente in tutti i paesi, pur essendo molto variegato.

### *Teorie e differenti opinioni relative all'underpricing*

Nel tempo studiosi e ricercatori hanno ipotizzato differenti spiegazioni riguardanti l'esistenza del fenomeno dell'underpricing e hanno spesso proposto modelli differenti ad esse collegati. Cercherò ora di passare in rassegna le più significative.

#### *Anni 80-90*

Primo tra tutti il modello di Rock (1986) si basa sulla presenza di asimmetrie informative. Egli infatti ipotizza la presenza di alcuni investitori più informati di altri riguardo al mercato in questione e riguardo alle caratteristiche delle aziende che ci si affacciano, che concentrano i loro acquisti sulle società che sanno essere migliori e si ritirano completamente nei casi in cui l'offerta non sia un buon affare. Per fare un esempio pratico supponiamo che l'investitore medio, sapendo che in media le IPO risentono del fenomeno dell'underpricing e che il valore

delle loro azioni se comprate subito è destinato a salire, decide di comprare 1000 azioni di ogni società che si quota in Borsa in quel periodo, convinto alla fine di guadagnarci anche se una operazione dovesse andare male. Due situazioni possono accadere: nel caso in cui un'azienda non sia una buona candidata, l'investitore meglio informato non mostrerà interesse verso questa operazione e non vorrà comprare nessuna azione; l'investitore medio otterrà quindi tutte le azioni che chiede e ci perderà. Nel caso opposto, in cui il prezzo di offerta sia molto basso rispetto al valore reale dell'azienda, l'investitore informato mostrerà grande interesse e vorrà comprare una quota maggiore di azioni rispetto all'investitore medio. In tale contesto spesso ci si trova nella situazione di *oversubscription* in cui vengono "prenotate" in totale più azioni di quante ne siano messe in vendita dall'azienda. In questo caso gli *underwriters* (figure, solitamente banche, che affiancano l'azienda nell'OPA elargendo consigli riguardo alle tendenze del mercato e il prezzo d'offerta da fissare) hanno un potere importante, essi infatti possono decidere a chi destinare le azioni, operando così una vera e propria selezione: andranno così di solito ad assegnare le azioni in proporzione all'interesse mostrato dai vari investitori, il che implica che chi voleva comprare più azioni ne ottiene comunque di più. Questo significa che l'investitore medio non riceverà tutte le azioni che voleva nel caso di azienda positiva, e invece riceve tutte le azioni desiderate nel caso di azienda negativa. Si va quindi incontro alla cosiddetta *Winner's curse* dove l'investitore medio risulta vincitore solo quando l'affare non è buono. Per concludere, gli investitori poco informati anticipano questo rischio e prenderanno parte all'operazione solo se il prezzo di lancio risulterà molto basso, ossia si ritroveranno nel caso di *underpricing*.

Il medesimo studio è poi ripreso da Beatty e Ritter (1986) che evidenziano una relazione tra incertezza e *underpricing*: essi ritengono che maggiore è l'incertezza sull'azienda in questione, maggiore sarà il rischio per gli investitori poco informati di incorrere nella *Winner's curse*, ed è per questo motivo che per partecipare all'operazione dovranno essere incentivati con un *underpricing* ancora maggiore.

Interessante è inoltre la teoria proposta da Allen e Faulhaber (1989), che considerano l'*underpricing* come un mezzo per facilitare il ricorso al mercato in un successivo momento. Scendendo più nel dettaglio, siamo sempre in un contesto di asimmetria informativa, ma in questo caso analizziamo il rapporto tra imprese, più informate, e investitori in generale, meno informati. Per semplicità nel modello vengono prese in considerazione aziende di buona o cattiva qualità; entrambe con l'obiettivo finale di massimizzare i profitti. Viene ipotizzato che le imprese di alta qualità per segnare la loro condizione propongano un prezzo più basso delle



altre in modo da attirare investitori, perché poi in un secondo momento saranno in grado di recuperare il costo. In particolare in occasione della prima uscita sul mercato offriranno poche azioni, e in una seconda vendita ne offriranno molte di più ad un prezzo più elevato, ma con la maggior sicurezza dovuta al fatto di essere già conosciute nel mercato, riuscendo così a rientrare del costo del più elevato underpricing.

Ricercatrice degna di nota è Kathleen Hanley (1993) che pubblica uno studio riguardante le IPO negli USA. Ella raccoglie dati relativi a 1430 IPO avvenute nell'arco temporale tra il 1983 e il 1987 e ne espone i risultati dividendole in tre differenti categorie in relazione al loro prezzo di lancio. Il sistema più diffuso per le offerte di pubblico acquisto si svolge nel seguente modo: prima di tutto viene stilato un "prospetto" preliminare che viene inviato all'organo competente che ne verifica la regolarità ( la Security and Exchange Commission per gli USA), all'interno del quale viene indicato un provvisorio range per il prezzo di lancio dell'azienda. Comincia ora il *waiting period* che intercorre tra l'invio del prospetto e l'offerta definitiva durante il quale gli underwriters acquisiscono informazioni con il cosiddetto Road Show: organizzano incontri con i principali e più importanti potenziali investitori per carpire informazioni riguardo all'entità del loro interesse e sull'andamento del mercato in generale. Ciò serve a un'eventuale revisione del prezzo di lancio, al rialzo o al ribasso. Hanley trova i seguenti dati: le aziende che sono entrate nel mercato con prezzo superiore al range indicato nel prospetto, sono approssimativamente il 10% del campione e hanno registrato un rendimento medio iniziale del 20,7% ; quelle entrate con un prezzo inferiore al range rappresentano il 27% del campione e hanno ottenuto un rendimento dello 0,6%; infine le aziende che hanno offerto un prezzo in linea con il range indicato e che sono il 63% del campione hanno avuto un rendimento del 10%. Questo dimostra che il fenomeno dell'underpricing risulta maggiore in quelle aziende che già avevano rivisto al rialzo i prezzi indicati nel prospetto! Sembra quindi evidente che gli underwriter non siano inclini ad aggiustare il prezzo di lancio fino a quello più realistico, ma che preferiscano mantenerlo ad un livello più basso e a mantenere un certo livello di underpricing, per compensare gli investitori di aver mostrato il loro reale interesse all'azienda.

Un altro gruppo di studiosi ritiene che l'underpricing sia un mezzo per ridurre la concentrazione proprietaria, tra questi Brennan e Franks(1997). Essi pensano che il disperdere la concentrazione proprietaria serva ad evitare il formarsi di quote rilevanti e di soci che quindi esercitino un controllo non voluto all'interno della società, in particolare sul comportamento dei manager. A supporto della loro tesi riportano dati in cui in casi di

*oversubscription* gli investitori che richiedevano un maggior numero di azioni venivano razionati, dimostrando come gli underwriter attuino una selezione degli investitori, volta ad evitare la concentrazione. Nello stesso gruppo si collocano inoltre Booth e Chua (1996) che evidenziano come l'underpricing porti i suddetti vantaggi per la concentrazione proprietaria, per il minor costo del capitale e per maggiore liquidità.

### *Anni 2000*

Loughran e Ritter (2002) si concentrano sulla relazione tra società emittente e underwriter e sul relativo conflitto di interessi: come è evidente, nel caso di IPO gli azionisti hanno naturalmente l'interesse a proporre un prezzo alto per la vendita delle azioni della società di cui fanno parte e gli underwriters hanno l'obiettivo opposto, legato anche al fatto che devono assicurarsi la vendita, e come abbiamo precedentemente discusso, un prezzo più basso risulta adeguato allo scopo. Ma come mai non si riscontra insoddisfazione da parte dei soci per l'imposizione di un basso prezzo di lancio? Riguardo a ciò Krigman e Shaw (2000) pubblicano uno studio sui motivi principali che spingono il 30% delle aziende a cambiare underwriter entro tre anni dalla IPO e rivelano che i motivi non hanno nulla a che fare con un elevato underpricing o con la performance dell'underwriter al momento dell'uscita sul mercato ma piuttosto si tratta di passare a un underwriter di più alta qualità o che offre un pacchetto di servizi legato alle vendite di azioni sul mercato migliore rispetto ad altri; in particolare si mettono in luce l'interesse dei soci per servizi riguardanti ricerche fatte da analisti del mercato. I due ricercatori (Loughran e Ritter) arrivano quindi a suggerire l'idea che i soci non si preoccupino molto del fatto che avrebbero potuto raccogliere più denaro in quel momento se sono consapevoli del fatto che con tale underpricing attrarranno più investitori e si diffonderà un'immagine positiva dell'azienda che porterà i prezzi a salire nel periodo successivo.

Questa teoria sembra riprendere la cosiddetta "Prospect Theory" proposta inizialmente nel 1979 da Amos Tversky e Daniel Kahneman (1992), ripresa e perfezionata nel 1992 secondo la quale gli individui in condizioni di incertezza tendono a fare scelte che vengono considerate irrazionali secondo la tradizionale Teoria dell'Utilità. Questa prevede che l'utilità di una certa alternativa sia data dalla somma delle utilità dei possibili outcome della stessa, ciascuno pesato per la propria probabilità di verificarsi. Al contrario la Prospect Theory suggerisce il fatto che i valori degli outcome siano pesati per una "variabile decisionale" non secondo probabilità; essa prevede inoltre una funzione concava per i guadagni e convessa per le

perdite e più ripida per perdite che per guadagni. La teoria in questione è in grado di spiegare molti fenomeni che violano la tradizionale Teoria dell'Utilità, quali ad esempio "framing effect", "non linear preferences", "loss aversion" e "Risk Seeking". Concentrandosi su quest'ultimo in particolare possiamo trovare un collegamento con il comportamento degli azionisti sopra menzionato: nelle teorie classiche si è sempre supposto che gli individui fossero avversi al rischio, ma non mancano esempi empirici e test a conferma del contrario; in particolare del fatto che si preferisce la piccola, piccolissima possibilità di vincere un altissimo premio al valore atteso della stessa situazione, (come ad esempio nelle lotterie), o altro caso molto frequente, si preferisce a una perdita sicura la probabilità di una perdita anche se molto maggiore. Si chiarisce così il comportamento degli azionisti in una situazione di IPO: essi sono disposti a rinunciare a un guadagno quasi certo che otterrebbero subito, (che si configura in realtà come reale perdita dovuta all'underpricing) a fronte della "promessa" di ottenere guadagno molto superiori dopo il lancio sul mercato, anche se questa rimane una possibilità e non una certezza. Questo perché in talune situazioni, possibili guadagni e possibili perdite vengono valutate in modo differente, dimostrando come la maggioranza degli individui tenda ad attribuire più valore alla possibilità di guadagnare che a quella di perdere. Entrano qui in gioco dinamiche soggettive e psicologiche che mancano nella teoria classica.

Per quanto riguarda i dati da essi raccolti, Loughran e Ritter (2002) si sono concentrati su un campione di 3025 IPO avvenute tra il 1990 e il 1998, hanno riscontrato un rendimento iniziale a un giorno del 14%, in linea con altri studi. Hanno anche evidenziato come ci sia un totale di più di \$27 miliardi di "money left on the table" ovvero denaro che sarebbe potuto essere raccolto senza underpricing. Nello specifico, più del 60% di questo ammontare proviene dalle aziende che hanno proposto un prezzo di lancio al di sopra del range previsto in prospetto (che rappresentano solo il 24% del campione considerato). I due ricercatori offrono inoltre una spiegazione per l'underpricing, che vedono come compenso indiretto agli underwriters. In un loro successivo studio, gli stessi autori suggeriscono un'altra teoria (dello spinning), citata da Lowry (2008) secondo la quale i soci delle società che si quotano sarebbero disposti ad accettare underpricing nei casi in cui desiderino comprare azioni di altre aziende che entrano nel mercato. Così facendo, comprando azioni di un'altra azienda in quotazione, guadagnerebbero dal successivo aumento del valore azionario, rientrando dei costi dell'underpricing.

Un punto di vista ancora alternativo viene proposto da Houston, James e Karcesky (2006), che considerano un totale di 240 IPO nella seconda metà degli anni Novanta: è da notare che

essi considerano il periodo della bolla tecnologica relativa agli anni 1999-2000 e perciò operando un confronto tra i due periodi rilevano che le IPO durante il periodo della bolla tecnologica subivano molto più underpricing; inoltre il "Target Price", ovvero quello posto dagli analisti, era sì più elevato del prezzo di offerta posto dagli underwriters, ma questa sproporzione si accentuava molto in questo periodo. Si interrogano sul motivo di queste ampie differenze tra il prezzo di offerta deciso dagli underwriters al momento dell'IPO e il prezzo Target consigliato dagli analisti. Come riposta al loro interrogativo sottolineano come queste due figure abbiano motivi di preoccupazione e esposizione legale differenti. In particolare, gli underwriters hanno interesse a proporre un prezzo basso per difendersi dalla (eventuale) responsabilità legale verso gli investitori, per cui, anche riconoscendo il periodo positivo del mercato e prevedendo un'impennata dei prezzi delle azioni, li mantengono ad un livello contenuto per evitare ripercussioni future; gli analisti invece, fanno semplicemente una previsione sull'andamento futuro e sul valore delle azioni e convinti di un immediato rialzo è proprio questo che riportano, sta ai singoli poi decidere di seguirlo o meno, il danno che essi possono ricevere da una previsione sbagliata o troppo ottimistica riguarda la loro reputazione, non conseguenze legali.

La spiegazione forse più semplice e ovvia appartiene a Lowry (2008). Egli considera un periodo molto ampio, dal 1965 al 2005, che presenta un numero totale di offerte di pubblico acquisto pari a 8759 con un rendimento medio a un giorno pari al 22% (15% escludendo 1999-2000) e volatilità del 55%, conferma inoltre la ciclicità dell'evento. Egli ritiene come molti altri che sia presente asimmetria informativa, nel senso che gli investitori hanno informazioni maggiori riguardo la domanda di mercato. Spiega quindi l'underpricing come risposta alla complessità di valutazione dell'azienda in esame, dovuta appunto alla presenza di asimmetrie informative. Utilizza come misura della difficoltà di valutazione la deviazione standard e postula che il rendimento di una società di difficile valutazione dovrebbe presentare un'alta media, per compensare gli investitori per i costi da sostenere per informarsi, e alta dispersione. Trova una serie di dati coerenti con la sua idea:

- le aziende che decidono di quotarsi in giovane età presentano underpricing e volatilità maggiore, essendo maggiormente complesse da valutare perché ancora poco conosciute
- i mesi in cui aziende in quotazione sono consigliate principalmente da underwriter di un certo livello mostrano variabilità di rendimento minore, questo perché gli underwriters hanno migliori capacità per valutare

- aziende del settore high tech, aziende giovani e aziende con venture capital presentano maggiore underpricing

- nel mercato secondario, società caratterizzate da una maggiore incertezza precedente presentano maggiore variabilità.

Una delle più recenti spiegazioni presentate da un italiano fa riferimento a Fabrizio Palmucci (2011), che pur analizzando un periodo breve, i primi anni 2000 con 40 quotazioni, compone una singolare teoria. Egli considera innanzitutto l'opzione alternativa alla quotazione sul mercato pubblico: la vendita fuori mercato regolamentato comporta uno sconto medio dei titoli pari al 17% (dato relativo a diversi studi precedenti). Per quanto riguarda la quotazione in Borsa, i costi diretti ammontano approssimativamente al 5%, inoltre ci si aspetta un minor prezzo di emissione stimato intorno al 9%. Facendo pochi calcoli, è evidente come convenga in ogni caso fare ricorso al mercato regolamentato. Tra i dati raccolti del campione, l'underpricing non risulta molto elevato, ma si riscontra una domanda di azione quasi tre volte superiore all'offerta, egli ritiene che l'oversubscription sia sempre in grado di spiegare almeno in parte l'underpricing. Palmucci considera questo fenomeno come prezzo che gli emittenti pagano per garantirsi la liquidità necessaria ad assorbire un collocamento di una quota rilevante del capitale.

#### Lungo periodo: dati e teorie relative

Il lungo periodo per le OPA è caratterizzato da una diffusa underperformance, altra questione che ha stimolato l'attenzione di ricercatori per approfondimenti, questo perché nel lungo periodo la valutazione delle OPA dovrebbe diventare come la normale valutazione di azioni sul mercato, senza le difficoltà viste in precedenza: come mai quindi si riscontra questo andamento negativo rispetto al resto del mercato?

Edward M. Miller (1997) è uno di questi ricercatori, e mette a punto una teoria che ingloba e spiega sia il problema dell'underpricing sia il problema dell'underperformance nel lungo periodo. Egli prende in considerazione un mercato e due principali assunzioni: la prima, che gli investitori abbiano aspettative eterogenee, la seconda, che ci siano restrizioni nella vendita allo scoperto (si tratta di vendere un'azione che ancora non si possiede in un momento in cui è altamente prezzata, e di acquistarla successivamente a un prezzo inferiore, guadagnando sulla differenza). Queste si applicano molto bene al mercato delle IPO; gli investitori infatti hanno



Ritter e Welch (2002) dall'analisi empirica del ventennio 1980-2001 trovano un rendimento medio a un giorno pari al 18,8% e a tre anni pari al 22,6% in più rispetto al primo giorno, ma quest'ultimo dato risulta più basso del 23,4% rispetto all' indice di mercato CRSP e del 5,1% rispetto ad aziende con la stessa capitalizzazione.

Tabella n.1.1

YEAR	NUMBER OF IPO	AVERAGE FIRST-DAY RETURN	AGGREGATE ROSS PROCEEDS	AGGREGATE MONEY L.O.T.	AVG 3Y BUY AND HOLD RETURNS		
					IPOs	Mkt Adj	Style Adj
'80-'89	1982	7,4%	\$82,476	\$5,409	20,8%	-24,7%	6,9%
'90-'94	1632	11,2%	\$101,652	\$9,954	44,7%	-7,2%	-12,7%
'95-'98	1752	18,1%	\$140,613	\$22,436	36%	-32,3%	11,6%
'99-'00	803	62%	\$129,363	\$65,625	-53,8%	-34,3%	-61,2%
2001	80	14%	\$34,344	\$2,973	n.a.	n.a.	n.a.
<b>TOT</b>	6249	18,8%	\$488,448	\$106,397	22,6%	-23,4%	-5,1%

Fonte: RITTER, WELCH,2002 "A review of IPO activity, pricing, and allocations", NBER working paper 8805

Da notare come il fatto di aver preso in considerazione le annate 1999-2000 in cui si è svolta la bolla tecnologica, porti a incrementare di molto valori come il rendimento medio il giorno dopo l'emissione ( è infatti il 62% di suddetti anni che porta il valore medio a 18,8%). Gli autori individuano alcuni possibili cause per l'underperformance di lungo periodo tra cui: la metodologia delle inferenze econometriche, il campione considerato e l'arco temporale cui si riferisce; ma ritengono che il ruolo più significativo possa essere attribuito a spiegazioni non razionali e a problemi d'agenzia.

Mettono poi in luce i cambiamenti nel tempo di alcune caratteristiche relative alle IPO :

Tabella n. 1.2

TIME PERIOD	NUMBER OF IPO	% TECH STOCKS	% OF IPO WITH EPS<0	MEAN AVERAGE RETURN	
				EPS<0	EPS>0
'80-'89	1982	26%	19%	9,1%	6,8%
'90-'94	1632	23%	26%	10,8%	11,4%
'95-'98	1752	37%	37%	19,2%	17,4%
'99-'00	803	72%	79%	72%	43,5%
2001	80	29%	49%	13,4%	14,6%
<b>TOT</b>	6249	34,5%	34%	31,4%	12,5%

Fonte: RITTER, WELCH,2002 "A review of IPO activity, pricing, and allocations", NBER working paper 8805

Nel tempo, la percentuale di aziende high tech è andata aumentando, fino a raggiungere il picco nel periodo della bolla, come ci si aspetterebbe. Non solo, è cresciuto anche il numero di IPO accettate di aziende con EPS negativi, che è segno dell'ottimismo durante quel periodo. Nonostante ciò, si registra ugualmente una performance a tre anni negativa rispetto ad altri indici di mercato.

Schultz (2003) pubblica un ulteriore testo a conferma dei precedenti, dove riporta un andamento negativo pari a -25% dopo cinque anni per le aziende quotate tra il 1973 e il 1997. Egli propone una teoria innovativa che possa spiegare questi fenomeni, che denomina "pseudo market timing": quando sorge un periodo favorevole per le società in quotazione, altre aziende si affacciano sul mercato per seguire la scia delle precedenti, ma non è detto che abbiano lo stesso destino positivo; le aziende che si quotano dopo aver osservato l'andamento delle precedenti sono molto di più in numero rispetto alle altre, ecco perché in media si vedrà un andamento negativo nel lungo periodo. Suggerisce anche un'altra spiegazione: spesso i manager delle aziende che si quotano, se hanno avuto un esito positivo, si fanno prendere dall'euforia e lanciano successive vendite delle azioni convinti di godere della stessa fortuna, talvolta senza ragionare accuratamente sul momento e sulla strategia adeguata per queste successive offerte; finendo così per andare incontro a un destino sfavorevole.

Per quanto riguarda il mercato asiatico, Khin e Ting (2017) propongono un'analisi delle IPO di aziende quotate in Bursa Malaysia tra 1998 e 2008, per un totale di 313 osservazioni. Per la performance di breve periodo vengono calcolati sia "raw return" con il metodo usato in molti studi precedenti :  $\text{initial return} = (\text{closing price 1st day} - \text{emission price}) / \text{emission price}$ ; sia il "adjusted return" che prende in considerazione un indice di mercato come benchmark, in questo caso è stato utilizzato il Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) nel seguente modo:  $\text{initial return} = (\text{KLCI}_i - \text{KLCI}_0) / \text{KLCI}_0$ . Essi trovano un underpricing relativo al primo giorno pari al 13,4% che va crescendo nei giorni successivi fino ad arrivare a 19% se si considera il prezzo di chiusura al ventesimo giorno. In riferimento al lungo periodo essi calcolano il rendimento a 6,9,12,18,24,30 e 36 mesi: i dati mostrano una crescente performance negativa, da -2% dopo 12 mesi fino a -10% e -15% rispettivamente a 30 e 36 mesi dall'IPO. I dati sono in linea con quelli degli altri paesi e presentano infatti un underpricing di breve periodo e una crescente underperformance di lungo periodo. Anche questo studio, quindi, porta sostegno alla cosiddetta "Fads Hypothesis", la quale fa riferimento a periodi di eccessivo entusiasmo da parte degli investitori, che non è però sostenibile nel lungo periodo, motivo per il quale si



registra underperformance; l'effetto prende infatti il nome dalle mode, che sono appunto passeggere.

## CAPITOLO 2- IL METODO

### Il focus

Nei prossimi due capitoli verrà presentata un'analisi empirica da me svolta, per verificare, confermare o dissentire riguardo le teorie presentate nel precedente capitolo. In particolare mi sono concentrata sul problema relativo all' underpricing delle aziende di nuova quotazione, fenomeno per cui, il prezzo di società che entrano nel mercato sembra nella maggior parte dei casi non essere in linea con il reale valore dell'azienda; ma, dato che risulta in significativo aumento nel breve periodo, appare sottostimare il valore societario.

Per quanto riguarda i dati raccolti, ho deciso di prendere in considerazione le offerte di pubblico acquisto relative agli anni 2013-2018 dei seguenti paesi: Italia, Stati Uniti, Germania e Inghilterra, per avere una panoramica più ampia rispetto a studi e ricerche consultati, che si limitavano allo studio di un unico paese, o di un orizzonte temporale limitato.

### Metodologia

Il periodo in esame va da gennaio 2013 a giugno 2018, salvo complicazioni; per il Regno Unito ad esempio non è stato possibile accedere ai primissimi mesi dell'anno 2013, poiché il sito della Borsa nazionale non conserva dati specifici oltre i 5 anni.

Le aziende prese in considerazione ammontano a un totale 1540, di cui 993 appartenenti agli Stati Uniti, 378 all'Inghilterra, 114 all'Italia e solo 55 alla Germania. Vorrei precisare che tale numero è dato dall'insieme di tutte le società quotate negli ultimi anni, ad esclusione di aziende per cui non è stato possibile reperire i dati, o per cui, i dati raccolti da diverse fonti risultavano contrastanti, ho deciso pertanto di escluderle dall'analisi per non inficiare il lavoro con possibili errori.

Spigherò ora brevemente il procedimento utilizzato. Ho reperito sui siti delle borse dei rispettivi paesi la lista delle offerte di pubblico acquisto per ogni anno; ho annotato poi il prezzo delle azioni stabilito per il lancio sul mercato delle singole aziende; ho infine cercato i prezzi di chiusura riferiti al primo giorno di quotazione e a un mese. Il valore dell'underpricing corrisponde a quanto il prezzo lancio sia inferiore al prezzo di chiusura. Il calcolo è stato il seguente:

$$\left[ \frac{(\text{Prezzo chiusura} - \text{prezzo lancio})}{\text{prezzo lancio}} \right] \times 100$$

Specifico che l'Underpricing è stato calcolato due volte, la prima utilizzando come prezzo di chiusura quello relativo al primo giorno di entrata nel mercato, la seconda utilizzando il prezzo di chiusura a un mese di distanza dalla quotazione.

Per rendere lo studio più significativo, ho ritenuto necessario confrontare l'andamento dei prezzi di queste aziende con il resto del mercato, per evidenziare ed isolare quanto l'aumento del prezzo dell'azione fosse dovuto alla singola azienda e quanto al mercato in generale. Per essere più precisi ho cercato di evitare situazioni come ad esempio:

- Il prezzo dell'azione di una particolare società risulta in forte crescita dopo un mese, ma se si amplia lo spettro all'intero mercato ci si rende conto che questo aumento è dovuto ad un generale andamento positivo del mercato;
- Il prezzo dell'azione di una particolare azienda è in lieve aumento; per avere un quadro più completo è possibile che considerando l'intero mercato si abbia riscontro di un periodo negativo; ad indicare che anche l'incremento seppur lieve dell'azione di tale azienda rappresenta una forte fiducia ad essa assegnata da parte degli investitori.

Per considerare l'andamento dell'intero mercato di ciascun paese ho deciso di considerare gli indici maggiormente rappresentativi per paese; in particolare:

- FTSE MIB per l'Italia, che raccoglie indicativamente l'80% della capitalizzazione di mercato interna, comprendendo le 40 principali aziende italiane;
- S&P500 per gli Stati Uniti, anch'esso contenente le 500 principali aziende statunitensi per capitalizzazione, quotate al NYSE, all'Amex o al Nasdaq, e rappresentante il 70-80% della capitalizzazione statunitense. Ho deciso di escludere il Dow Jones poiché ha un metodo di calcolo differente dagli altri indici, infatti tiene conto del prezzo e non della capitalizzazione, e perché considera un totale di soli 30 titoli; per questo ultimo motivo ha pertanto perso importanza nel corso del tempo, ed è stato sostituito da altri indici come appunto lo Standard&Poor 500;
- DAX30 per la Germania, che con 30 titoli, copre l'80% della capitalizzazione del mercato tedesco;

- FTSE100 per l’Inghilterra, che comprende le prime 100 azioni per capitalizzazione, coprendo il 75% del mercato interno. Nonostante venga spesso utilizzato anche il FTSE250, che considera le aziende per capitalizzazione dalla duecentesima alla trecento cinquantesima, ho preferito utilizzare il FTSE100 per rimanere in linea con la percentuale di capitalizzazione raggiunta con gli indici degli altri paesi.

Per il calcolo dell’underpricing tenendo conto dell’indice di mercato ho utilizzato la seguente formula:

$$\text{underpricing senza indice} - \left( \frac{\text{chiusura indice} - \text{indice giorno precedente}}{\text{indice giorno precedente}} \right) \times 100$$

Anche qui sono stati calcolati due valori utilizzando il valore di chiusura dell’indice al giorno di quotazione dell’azienda, e il valore di chiusura dell’indice a un mese esatto dalla quotazione. Con “*indice giorno precedente*” si intenda il valore dell’indice il giorno precedente l’entrata nel mercato della società.

Le principali fonti sono state i siti delle Borse nazionali di ogni paese, vale a dire la Borsa Italiana, il sito di Wall Street, il sito della Borsa di Francoforte e il sito della London Stock Exchange.

#### Problematiche riscontrate e debolezze dello studio

I principali problemi incontrati sono i seguenti:

- Per quanto riguarda tutti i paesi, i siti ufficiali delle borse non conservano i dati relativi ad aziende ora delistate; questo significa che se un’azienda è entrata nel mercato nel 2014 ma ne è uscita per svariati motivi negli anni successivi, e non risulta ora quotata, i dati non sono reperibili nei siti ufficiali. Ho ritenuto di poter usare altre fonti come sostituti attendibili (es. archivio storico del Sole 24 Ore per l’Italia)
- Inoltre il sito ufficiale conserva i dati specifici e le informazioni sulle aziende solo per 5 anni, ciò implica che per tutte quelle aziende quotatesi nei primi mesi del 2013, non è stato possibile reperire i dati giornalieri necessari per la mia analisi nella stessa fonte, ma in altre che anche qui ho scelto di sfruttare;
- Stesso discorso può essere fatto per i valori dell’indice riguardanti le date interessate dall’azienda di cui al punto precedente;

- Per gli Stati Uniti, la principale problematica è stata il fatto che nella maggior parte dei casi in cui non è stato possibile trovare dati sulla fonte primaria, non sono pervenuta a un valore costante nelle altre fonti consultate, mancata coincidenze che avrebbero potuto creare una significativa differenza nei risultati dello studio. Ho deciso pertanto di escludere tali società ( essendo in ogni caso un numero esiguo) dall'analisi, confidando nella mole di aziende in quotazione ogni anno per il paese in questione, e in un risultato comunque rappresentativo del livello di underpricing nazionale.

## CAPITOLO 3- L'ANALISI EMPIRICA

Passerò ora a presentare e spiegare i dati raccolti riguardanti le 1540 offerte di pubblico acquisto avvenute nel quinquennio 2013-2018 riferite a Italia, Stati Uniti, Germania e Inghilterra; questi hanno portato a una stima del livello di underpricing a un giorno pari a 8,251% e a un mese pari a 10,122%. Questi valori si attestano lievemente al di sotto della media di altri studi precedenti, presentati nel primo capitolo; da tenere conto che questo studio si occupa della situazione in diversi paesi che, ovviamente, non hanno evidenziato lo stesso andamento.

### Quantità di OPA: hot issue markets

Per quanto riguarda la quantità di aziende quotate in questo periodo, i diversi paesi hanno portato a svariate considerazioni, in relazione anche alla teoria degli “hot issue markets”, secondo la quale le quotazioni nel mercato di nuove aziende avvengono a ondate, ossia si registrano dei periodi con un alto numero di nuovi entranti in contrasto con periodi in cui tale valore risulta esiguo.

Tabella 3.1: quantità di OPA nei diversi paesi negli anni 2013-2018

	<b>ITALIA</b>	<b>STATI UNITI</b>	<b>GERMANIA</b>	<b>INGHILTERRA</b>
<b>2018</b>	10	66	11	29
<b>2017</b>	31	177	10	97
<b>2016</b>	11	104	6	62
<b>2015</b>	25	163	13	68
<b>2014</b>	22	276	9	96
<b>2013</b>	15	207	6	26
	<b>114</b>	<b>993</b>	<b>55</b>	<b>378</b>

Appare subito evidente come gli Stati Uniti abbiano il numero maggiore di IPO, con un valore quasi pari al migliaio, una superiorità rispetto agli altri paesi che ci si poteva ragionevolmente aspettare. Segue l’Inghilterra con quasi trecento ottanta aziende, l’Italia con un numero poco superiore a cento, e chiude infine la Germania con solamente cinquantacinque offerte di pubblico acquisto. Nonostante sia vero che alcune aziende riferite a quest’ultima nazione siano state escluse per problema di reperibilità di informazioni, codesta ragione non è assolutamente sufficiente a giustificare un numero così basso in confronto agli altri. Possiamo quindi concludere che la Germania, tra le nazioni proposte, sia stata quella con meno società in nuova quotazione.

In riferimento all'Italia, le imprese di nuova quotazione erano tutte piccole e medie imprese, in maggioranza quotate nell'AIM, il mercato appunto dedicato alle piccole e medie imprese che vogliono investire nella loro crescita. Questa constatazione non sorprende, essendo il panorama italiano composto per più del 95% di PMI. Dai dati raccolti è possibile riscontare come l'anno con la maggioranza di OPA ( offerte di pubblico acquisto) sia stato il 2017 seguito dal 2015; in particolare ho riscontrato i "periodi caldi" (hot issue) riferiti al 2017 nei mesi di dicembre ( 7 OPA) e luglio ( 6 OPA); per il 2015 invece si riscontrano dei periodi preponderanti in novembre/dicembre ( 6 OPA in totale) e giugno/luglio ( 8 OPA in totale). Non ritengo di poter esprimere giudizi riguardo il 2018 a causa dei dati parziali: il 2018 comprende i dati fino al mese di giugno. Sembra quindi che ci sia sempre un picco di offerte a fine anno e nei mesi centrali (giugno e luglio), ciò riguarda anche gli altri anni, anche se in quantità minori.

Per quanto concerne gli Stati Uniti, le aziende prese in esame si sono quotate principalmente al NYSE (New York Stock Exchange, attualmente la più grande borsa valori del mondo per volume di scambi), e al Nasdaq (National Association of Security Dealers Automated Quotation che rappresenta il primo mercato elettronico, che è convinzione diffusa rappresentare i maggiori titoli tecnologici). Risulta immediatamente evidente come il 2014 sia l'annata con il maggiore ammontare di società quotate, seguita dal 2013, che per gli USA riporta i dati completi di tutto l'anno. Considerando il 2014 si evidenziano i mesi di giugno, luglio e ottobre come i più consistenti, con rispettivamente 30,34 e 32 Initial Public Offering. Se invece consideriamo il 2013, rileviamo maggio, ottobre e novembre, con rispettivamente 25, 29 e 26 nuove entrate. Si può affermare, analizzando anche gli altri periodi temporali, che ci siano come periodo "caldo" del mercato i mesi centrali e i mesi di ottobre e novembre.

Passando ad esaminare la Germania, nonostante gli esigui dati a disposizione, si può evidenziare come anno con maggiore numero di offerte di pubblico acquisto il 2013, e considerando che il numero è già quasi stato raggiunto dall'ammontare di offerte dell'anno in corso, il 2018 sembra essere un'annata promettente.

Infine per il Regno Unito consideriamo il 2017 e il 2014 che hanno totalizzato un numero superiore a 90 di OPA: l'anno passato i picchi si sono riscontrati nei mesi di luglio, novembre e dicembre, con rispettivamente 13,12 e 11 offerte, in contrasto con tutti gli altri mesi che riportano valori sotto i 10. Per quanto riguarda il 2014 invece, si riscontra una significativa differenza tra il periodo febbraio-luglio che totalizza ben 75 offerte, contro i

restanti mesi dell'anno, che insieme arrivano a raccogliere una ventina di offerte.

Questa può essere considerata come una prova evidente a conferma della tesi secondo cui le aziende si quotano sul mercato in gruppo: secondo alcuni studiosi infatti, alla buon esito di una nuova quotazione sul mercato di una certa azienda, le altre seguono a ruota, cercando di approfittare del periodo di ottimismo e fiducia diffuso tra gli investitori. Volendo precisare, si può notare come i mesi centrali di ogni anno siano periodi di spicco per quantità di offerte di pubblico acquisto per tutti i paesi, mentre altri periodi, come il fine anno o il mese di ottobre, sembrano essere riferiti a un contesto nazionale.

Analizzando la questione da un altro punto di vista, si può notare come il 2016 sia stato un anno con scarso numero di entrate nel mercato secondario per la maggior parte dei paesi, ossia per Italia, Stati Uniti e Germania; non appare invece come un periodo negativo per l'Inghilterra, per il quale questo corrisponde invece all'anno 2013.

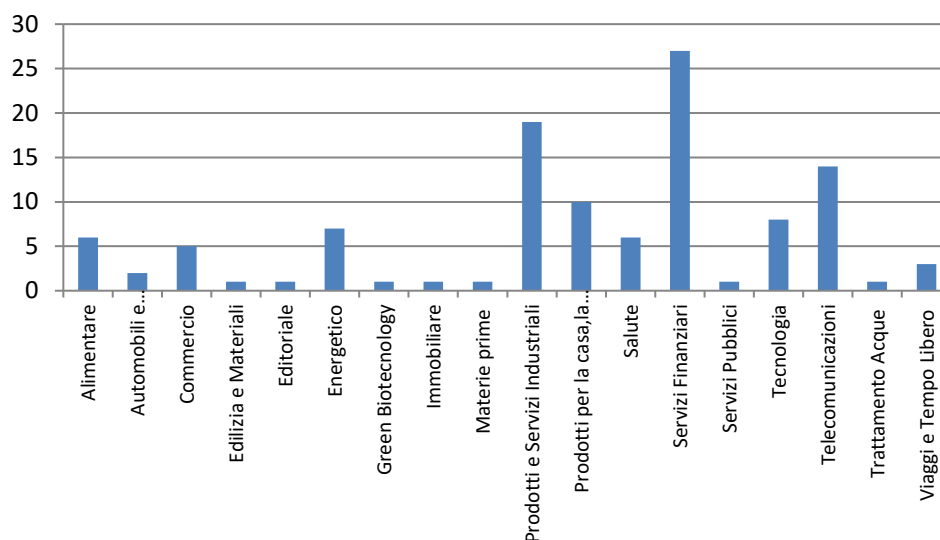
Considerando i paesi nell'insieme, il 2018, per ora, conta 116 offerte di pubblico acquisto, l'anno passato ha raggiunto un ammontare di 315, l'anno precedente si è concluso con solamente 183, il 2015 con 269 OPA, il 2014 con un numero pari a 403, e infine il 2013 con 254. Come annunciato il 2016 si è chiuso con il numero più basso pari a 183, escludendo il 2018 ancora in corso che conta già 116 offerte.

#### Analisi quantitativo-settoriale

In questo paragrafo ho voluto riportare una classificazione delle aziende di nuova quotazione considerate per settore, in modo da evidenziare eventuali differenze di tendenze tra settori. In particolare, ho deciso di considerare i diversi settori in cui le aziende si sono quotate, tralasciando volutamente la distinzione per anno, a causa dell'esiguo numero di società entrate nel mercato ogni anno per alcuni campioni ( Germania); una doppia classificazione per anno e contestualmente per settore risulterebbe significativa solamente per gli Stati Uniti.

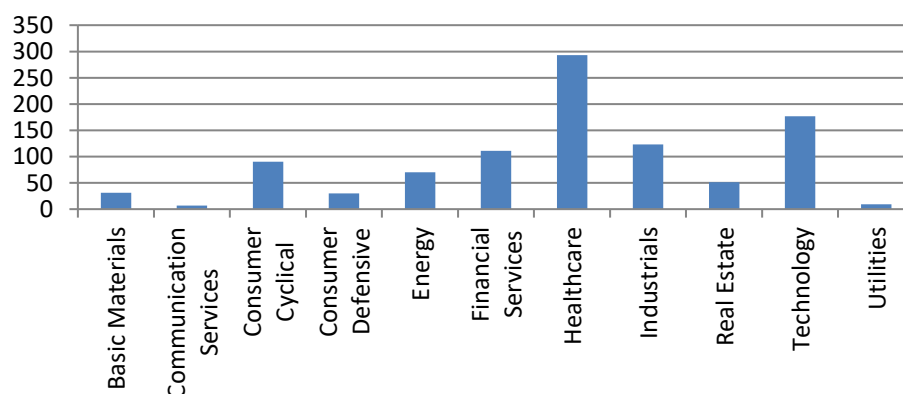


Figura 3.1: Analisi settoriale Italia



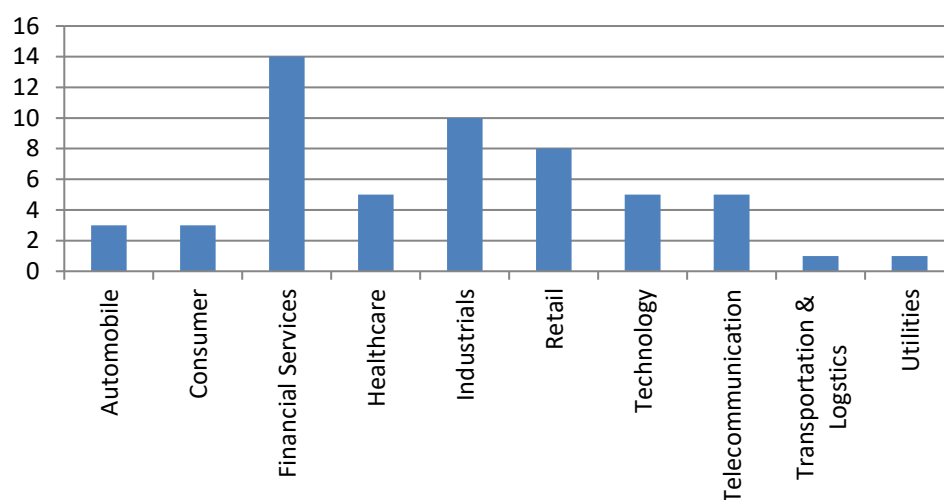
Per il mercato italiano sono stati individuati 19 macrosettori, derivanti dall'aggregazione di settori appartenenti allo stesso ambito, in modo da creare uniformità tra i paesi considerati. Risulta immediatamente evidente come il settore dei *Servizi finanziari* sia preponderante: esso comprende banche, società di assicurazione e società finanziarie; in totale infatti le aziende che fanno parte di questo settore per l'arco di tempo considerato sono 27 e rappresentano il 23,68% del campione. Segue *Prodotti e servizi industriali* con 19 aziende rappresentanti il 16,67% del totale. Terzo per quantità, *Telecomunicazioni* di cui fanno parte 14 aziende tra società di telecomunicazioni e media, che formano il 12,28% del campione.

Figura 3.2: Analisi settoriale Stati Uniti



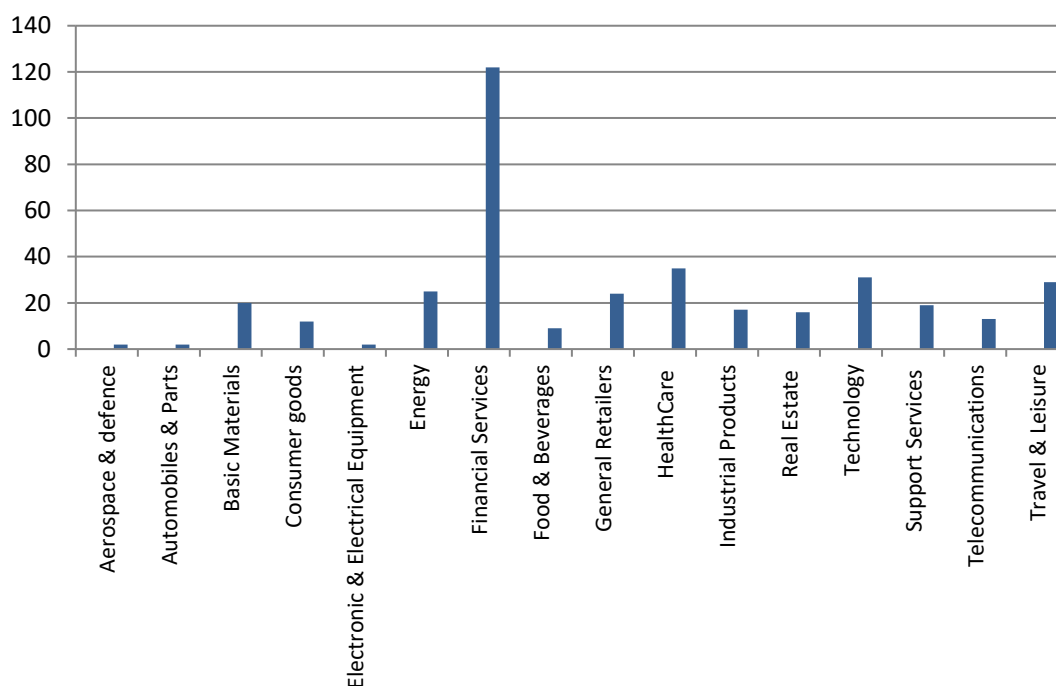
Per quanto riguarda il mercato statunitense, ci sono 11 macrosettori, per lo più corrispondenti a quelli italiani. Il campione considerato qui è molto più consistente, come si evince subito dalla scale usata per l'istogramma. Il settore che conta il più elevato numero di quotazioni è quello dell' *Healthcare* con addirittura 293 aziende, a formare il 29,54% del totale. Da precisare che questo settore comprende in generale diversi sottosettori, tra cui le biotecnologie e società che producono strumenti e apparecchiature per l'utilizzo medico, oltre alle strutture sanitarie vere e proprie. Secondo si colloca *Technology*, comprendente anche società di software, con 177 aziende, per un 17,84%. Infine *Industrials*, con 123 aziende a rappresentare il 12,4% del campione. Da precisare che il mercato statunitense fa rientrare in questa categoria tutte le società temporanee di acquisizione, che rientrano nel sottosettore *conglomerate*, da cui deriva il numero così elevato. Vorrei precisare che il settore *Financial Services* si colloca appena al di sotto, con 111 aziende a rappresentare quasi il 12%.

Figura 3.3: Analisi settoriale Germania



Considerando la Germania, spicca tra i 10 il settore dei *Financial Services*, con un totale di 14 aziende, che rappresentano però il 25,45% del campione, possiamo quindi affermare che esso è un settore importante nonostante il numero contenuto. Troviamo poi anche qui il settore *Industrial* con 10 aziende a formare il 18,18% del campione; e il settore *Retail* con il 14,55% e 8 aziende.

Figura 3.4: Analisi settoriale Regno Unito



Per finire, il Regno Unito si presentava con una molteplicità di settori differenti, che ho riunito in 16, tra cui anche qui *Financial Services* è stato il più gettonato, con 122 aziende su 378 quotate in totale, che formano il 32,28%. Tutti gli altri settori non si attestano a un livello notevolmente più basso, e non arrivano a rappresentare nemmeno il 10%. Solo *Healthcare* con il 9,26% e *Technology* con 8,2% ci si avvicinano.

Posso concludere che per tutti i paesi presi in esame sembra esserci una generale preponderanza di alcuni settori su altri, in particolare dei *Financial Services*, del settore dell'*Healthcare*, della *Tecnologia* e dell'*Industria*. Si riscontra perciò una certa omogeneità tra nazioni.

### Analisi relativa all'Underpricing

Questo paragrafo si concentra su fulcro dell'analisi svolta, ovvero sul livello di underpricing riscontrato nel periodo in esame per i quattro paesi considerati. Per un quadro di insieme riporto le seguenti tabelle relative a tale valore a un giorno e a un mese dalla quotazione, con e senza indice.

Tabella 3.2: Underpricing a un giorno senza indice

	<b>ITA</b>	<b>USA</b>	<b>GER</b>	<b>UK</b>	
<b>2018</b>	1,677%	13,869%	4,606%	6,655%	6,702%
<b>2017</b>	5,589%	9,992%	25,489%	8,042%	12,278%
<b>2016</b>	4,477%	10,562%	4,490%	14,468%	8,499%
<b>2015</b>	5,147%	15,217%	3,342%	10,909%	8,654%
<b>2014</b>	4,325%	11,515%	0,693%	9,885%	6,605%
<b>2013</b>	-2,016%	16,122%	0,456%	11,267%	6,457%
	3,200%	12,880%	6,513%	10,204%	8,199%

Tabella 3.3: Underpricing a un giorno con indice

	<b>ITA</b>	<b>USA</b>	<b>GER</b>	<b>UK</b>	
<b>2018</b>	1,384%	14,080%	4,849%	6,638%	6,738%
<b>2017</b>	5,563%	9,969%	26,249%	7,991%	12,443%
<b>2016</b>	3,565%	10,576%	4,173%	14,445%	8,190%
<b>2015</b>	8,546%	15,203%	3,040%	10,919%	9,427%
<b>2014</b>	3,929%	11,602%	1,056%	9,967%	6,639%
<b>2013</b>	-2,770%	16,003%	-0,154%	11,203%	6,071%
	3,370%	12,906%	6,536%	10,194%	8,251%

Tabella 3.4: Underpricing a un mese senza indice.

	<b>ITA</b>	<b>USA</b>	<b>GER</b>	<b>UK</b>	
<b>2018</b>	19,037%	23,993%	3,274%	7,838%	13,536%
<b>2017</b>	6,284%	15,478%	20,200%	8,053%	12,504%
<b>2016</b>	3,094%	17,081%	-1,621%	19,938%	9,623%
<b>2015</b>	8,448%	16,734%	4,420%	16,157%	11,440%
<b>2014</b>	1,037%	15,944%	-5,534%	8,084%	4,883%
<b>2013</b>	-5,223%	25,517%	9,090%	27,502%	14,222%
	5,446%	19,125%	4,972%	14,595%	11,034%

Tabella 3.5: Underpricing a un mese con indice

	ITA	USA	GER	UK	
<b>2018</b>	20,483%	26,298%	2,196%	6,976%	13,988%
<b>2017</b>	4,038%	13,717%	22,293%	7,606%	11,914%
<b>2016</b>	2,685%	16,442%	-4,621%	17,581%	8,022%
<b>2015</b>	9,145%	17,165%	3,323%	16,863%	11,624%
<b>2014</b>	1,561%	14,433%	-7,913%	7,868%	3,987%
<b>2013</b>	-10,189%	23,711%	5,032%	26,231%	11,196%
	4,621%	18,628%	3,385%	13,854%	10,122%

Le tabelle sono organizzate nel modo seguente: sono tabelle a doppia entrata in cui le colonne rappresentano i paesi e le righe gli anni; nelle colonne in azzurro troviamo le medie di ogni anno, nelle righe in giallo le medie per ogni paese. In rosso il dato di sintesi, la media di tutti i valori compresi nella tabella, che rappresenta il livello medio di underpricing per tutto il periodo considerato e per tutti i paesi.

Si noti subito come il livello di underpricing a un giorno senza indice pari a 8,199% sia molto simile al livello a un giorno tenendo conto degli indici 8,251%. Una lieve differenza per i valori a un mese, pari a 11,034% senza indice e 10,122% con indice. Si può quindi asserire che le azioni delle aziende prese in considerazione seguivano l'andamento del mercato e che non ci sono state evidenti anomalie a riguardo. Il lieve scostamento a un mese sta ad indicare che una parte dell'aumento del prezzo delle azioni delle singole società è da riferirsi a un generale incremento nel mercato, il valore "reale" riferito alle aziende è quindi lievemente ridotto. Per i successivi commenti ho deciso quindi di attenermi ai dati comprensivi di indici (tabella 3.3 e tabella 3.5) in quanto tenendo conto dell'andamento del mercato nazionale, forniscono un quadro più completo e veritiero.

Globalmente i dati di underpricing a un giorno e un mese, rispettivamente pari a 8,251% e 10,122% risultano più bassi rispetto a quelli di altri studi precedenti presentati nel primo capitolo. Ci sono però delle precisazioni da fare, analizzando la situazione paese per paese.

Le ricerche riportate nei precedenti capitoli riguardanti l'Italia, riportano un dato pari a 11,1% per quanto riguarda lo studio di Fabrizio (1999) che si concentra sul decennio '88-'98, e pari a all'8% nello studio di Onado (2011), il quale prese in considerazione il primo

decennio degli anni duemila. Sembra quindi che fosse in atto una sorta di riduzione dell'underpricing nel tempo, come sostenuto anche da Fabrizio (1999), il quale attribuiva questo fenomeno alla crescente quantità di informazioni disponibili per gli investitori. Tenendo conto di ciò la mia analisi si potrebbe collocare sulla stessa linea, avendo riscontrato un livello pari a 3,370% a un giorno e 4,621% a un mese di distanza. Entrando nel particolare si noti come per l'analisi a un giorno ci sono due valori che portano la media a un valore particolarmente basso: essi sono un valore negativo pari al -2,770% per l'anno 2013 e un valore appena positivo pari a 1,384% per l'anno in corso. Sembra però che , almeno in Italia, il processo di rialzo dei prezzi richieda il suo tempo; si noti infatti come sempre per il 2018 il valore a un mese sia il più alto pari addirittura al 20,483%. Sempre in negativo però si conclude il 2013 che per quanto riguarda il livello di underpricing a un mese ha chiuso a -10,189%, un valore bassissimo, che associato al -2,770% a un giorno fa capire come l'annata del 2013 sia stata negativa in generale. Possiamo anche vedere come l'effetto a un mese risulti sempre amplificato ogni anno: i valori positivi aumentano a un mese, e i valori negativi diventano ancora più negativi. La constatazione del fatto che il 2013 sia stata una brutta annata per il nostro paese trova riscontro con l'andamento dell'economia nazionale in generale; esso è ritenuto infatti come l'anno più nefasto degli ultimi tempi perché coincide con svariati eventi negativi: innanzitutto l'Italia è stata l'unica nell'eurozona a registrare un PIL negativo; tra il 2012 e 2013 si è inoltre registrata una contrazione record dei consumi del -7,8% ; riportiamo in aggiunta una riduzione del credito alle imprese pari a -3,7% (luglio 2013) e infine una perdita di potere d'acquisto pari a -2,4%. Non stupisce quindi che in un'annata del genere la negatività si rifletta anche sul settore delle OPA: si sa che il nostro è un paese caratterizzato da scarsi investimenti e alta propensione al risparmio, combinando queste caratteristiche con dei dati generali negativi, si capisce come non ci sia stato un periodo di ottimismo e fiducia verso imprese di nuova quotazione.

Concentrando l'attenzione sugli Stati Uniti, gli studi riportati nel capitolo 1 rilevavano diversi valori, come ad esempio un valore medio del 18,8% per lo studio di Ritter (1984) che si focalizzò sul ventennio '60-'80; un valore pari al 14% per quanto riguarda la ricerca di Loughran e Ritter (2002) che si concentrarono sull'ultimo decennio degli anni Novanta; Lowry (2008) invece, rileva un livello di underpricing pari al 22% considerando il periodo dal 1965 al 2005; infine Ritter e Welch (2002) , che hanno analizzato gli anni 1980-2000 hanno riscontrato un valore pari a 18,8%. Sono valori differenti, che considerano archi temporali diversi; ma sono comunque sempre a un livello più alto rispetto al contesto

italiano. Questo risultato appare anche nello studio qui proposto; ho infatti trovato un underpricing del 12,906% a un giorno e del 18,628% a un mese dalla quotazione. Per i dati a un giorno, il 2013 sembra essere stato l'anno migliore con un valore pari al 16,003% mentre il 2017 risulta l'anno "peggiore" con un valore del 9,969%. Come si può facilmente osservare la varianza per quanto riguarda gli Stati Uniti è bassa, non ci sono infatti valori particolarmente alti o bassi rispetto agli altri, si riscontra una certa omogeneità, forse dovuta anche alla mole dei dati utilizzati. Notiamo come a un mese dall'entrata nel mercato secondario l'underpricing relativo a queste aziende aumenti considerevolmente (dal 12% al 18%), osservando la situazione anno per anno, si può qui replicare il discorso sull'effetto amplificatore del tempo, i valori infatti aumentano in ogni anno, in particolare nel 2013 si è passati da un 16,003% a un giorno a un 23,711% a un mese (valore più alto nell'arco di tempo considerato escludendo il parziale 2018). Il 2017 risulta ancora una volta, per l'analisi a un mese, l'anno con il valore più basso, con "solo" un 13,717%.

In riferimento alla Germania, ho riportato precedentemente il recente studio di Strauß e Van Der Meer (2017) che analizzando un cinquantina di offerte di pubblico acquisto avvenute tra il 2011 e il 2015 hanno riscontrato valori pari a 19% e 22%, a seconda che ci fossero state diffusioni di informazioni da parte dei media nel periodo precedente la quotazione o il giorno antecedente. Qui i dati riscontrati non coincidono: per il campione considerato ho potuto rilevare un underpricing a un giorno pari a 6,536% e un mese pari a 3,385%. Per quanto concerne i dati a un mese, nonostante il 2017 sembra essere stato "un anno d'oro" per le aziende tedesche con un altissimo livello pari a 26,249%, questo valore non è in linea con gli altri anni, anzi si riscontra addirittura un livello negativo pari a -0,154% nel 2013 e un livello molto basso per il 2014 pari all'1,056%. Si noti come il valore di underpricing medio sia in diminuzione, ossia da 6,536% a un giorno, a 3,385% a un mese; ciò significa che il prezzo delle azioni delle nuove società quotate tende a salire il primo giorno, ma tende poi nel tempo a calare. Riguardo al valore a un mese, il 2017 risulta sempre essere l'annata con valore più alto (22,293%) in contrasto molto forte con gli altri anni: troviamo qui addirittura due valori negativi, pari a -4,621% nel 2016 e -7,913% nel 2014. Il 2014 sembra quindi essere stato un periodo non molto proficuo per le aziende che si sono quotate. In effetti esso non appare un periodo positivo per l'economia tedesca in generale, si è infatti registrata una riduzione del PIL dello 0,2% nel secondo trimestre. Il 2013 invece in ripresa, passando da un -0,154% a un giorno, a un 5,032% a un mese. Ci tengo a precisare che dato l'esiguo quantitativo di dati relativi ad IPO avvenute in Germania, non ritengo di poter considerare i dati riferiti a questa nazione come significativi.

Dando uno sguardo alla situazione per il Regno Unito, uno studio a cui si può fare riferimento è quello di Chanine, Filatotchev e Wright (2007), che hanno condotto un'analisi su Francia e Inghilterra, riscontrando per quest'ultima un livello di underpricing del 17,9%. Anche qui lo studio da me proposto porta a risultati più bassi, in particolare un underpricing a un giorno pari a 10,194% e a un mese pari a 13,854%. Per quanto riguarda i valori a un giorno notiamo un range che va dal 6,976% del 2018 (anno per ora peggiore) a un 14,445% del 2016 (anno migliore) . Da precisare che per l'Inghilterra i dati del 2013 si fermano ad agosto. In ogni caso non si rilevano anomalie o periodi particolarmente negativi; lo stesso non si può dire per i dati a un mese, che nonostante siano tutti positivi, sia attestano su due ordini di grandezza differenti: abbiamo una serie di valori intorno al 7% per gli anni 2018,2017 e 2014, e valori più alti intorno al 17% per 2016 e 2015. Il 2013 riporta un valore addirittura del 26,231% ma come precedentemente detto, sono dati parziali.

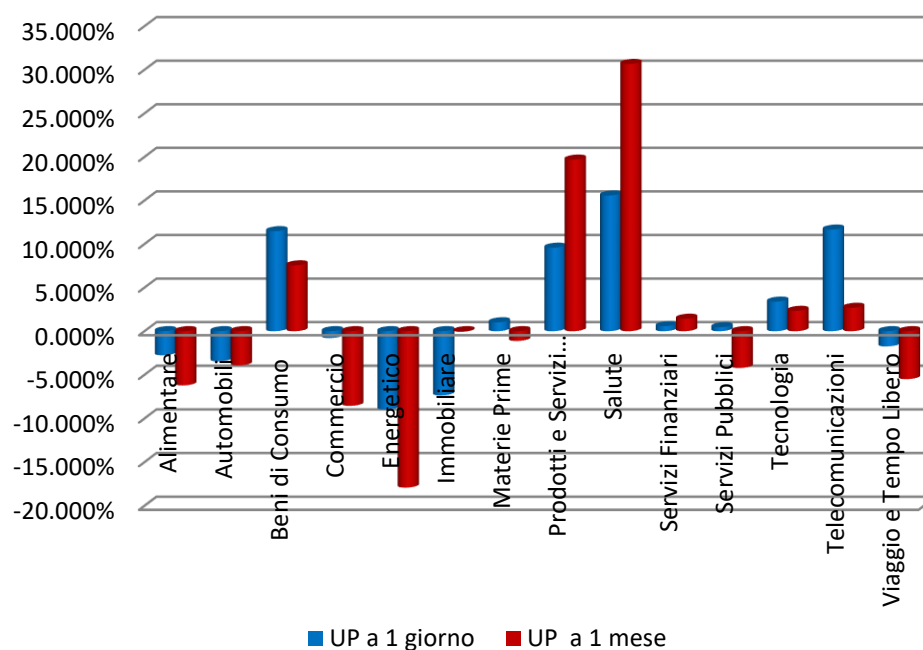
In generale possiamo notare che i due valori globali di 8,251% e 10,122% implicano che gli effetti dell'underpricing si accentuano a un mese, cosa che abbiamo riscontrato in ogni singolo paese; sembra quindi che sia necessario un certo lasso di tempo perché gli investitori “premino” i nuovi entranti sul mercato. Da ricordare però, che in tutti gli studi riportati sul lungo periodo si è notata una evidente under performance delle aziende rispetto al resto del mercato; l'underpricing sembra quindi potersi definire come “un'euforia temporanea”.

### Analisi settoriale sull'Underpricing

Ho ritenuto interessante osservare il fenomeno dell'underpricing relativo ai dati raccolti tenendo conto anche del settore di appartenenza delle aziende di nuova quotazione, per mettere in evidenza eventuali andamenti particolarmente positivi o negativi di alcuni settori. I grafici seguenti rappresentano i valori dell'underpricing per settore, calcolati sempre a un giorno e a un mese.

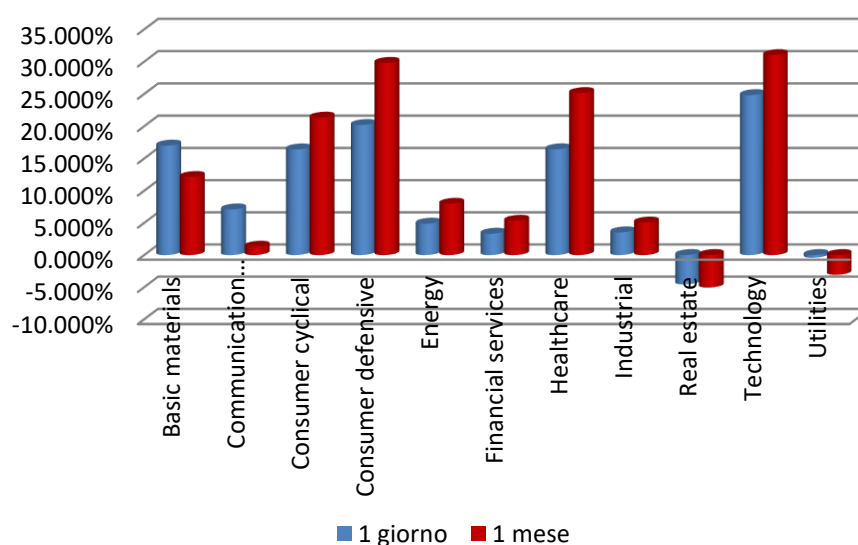


Figura 3.5: Analisi dell'underpricing per settore, Italia



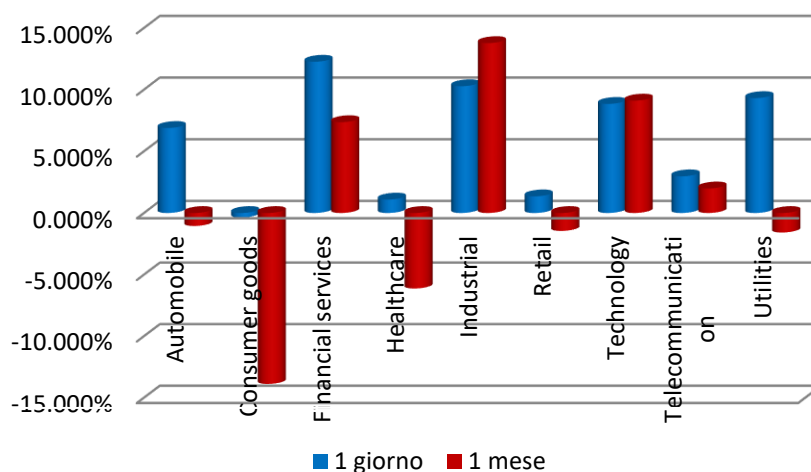
Per quanto riguarda l'Italia, notiamo andamenti particolarmente differenti a seconda del settore, ci sono infatti settori che riportano un underpricing positivo e altri negativo. In particolare il settore *Salute* risulta essere stato il più proficuo per le aziende di nuova quotazione, con un aumento del prezzo delle azioni che ne fanno parte pari al 15,562% a un giorno e pari a 30,664% a un mese dall'entrata nel mercato. Riportano dati positivi anche il settore *Prodotti e Servizi Industriali* (9,577% a un giorno e 19,684% a un mese) e *Beni di Consumo* (11,5% a un giorno e 7,55 a un mese); da segnalare inoltre l'underpricing a un giorno delle aziende appartenenti al settore delle *Telecomunicazioni*, che riporta un valore a un giorno pari a 11,654%. Sembra invece che aziende appartenenti a settori come quello *Energetico* non abbiamo avuto grandi risultati nell'arco temporale considerato, ho riscontrato infatti un valore pari a -8,967% a un giorno e pari a -17,914% a un mese dalla quotazione. Altri settori che hanno ottenuto risultati negativi nel periodo sono quello *Alimentare* e del *Commercio*. Si conviene pertanto che l'Italia sembra essere caratterizzata da un differente approccio del pubblico all'entrata nel mercato delle aziende, premiando alcuni settori e penalizzandone altri.

Figura 3.6: Analisi dell'underpricing per settore, Stati Uniti.



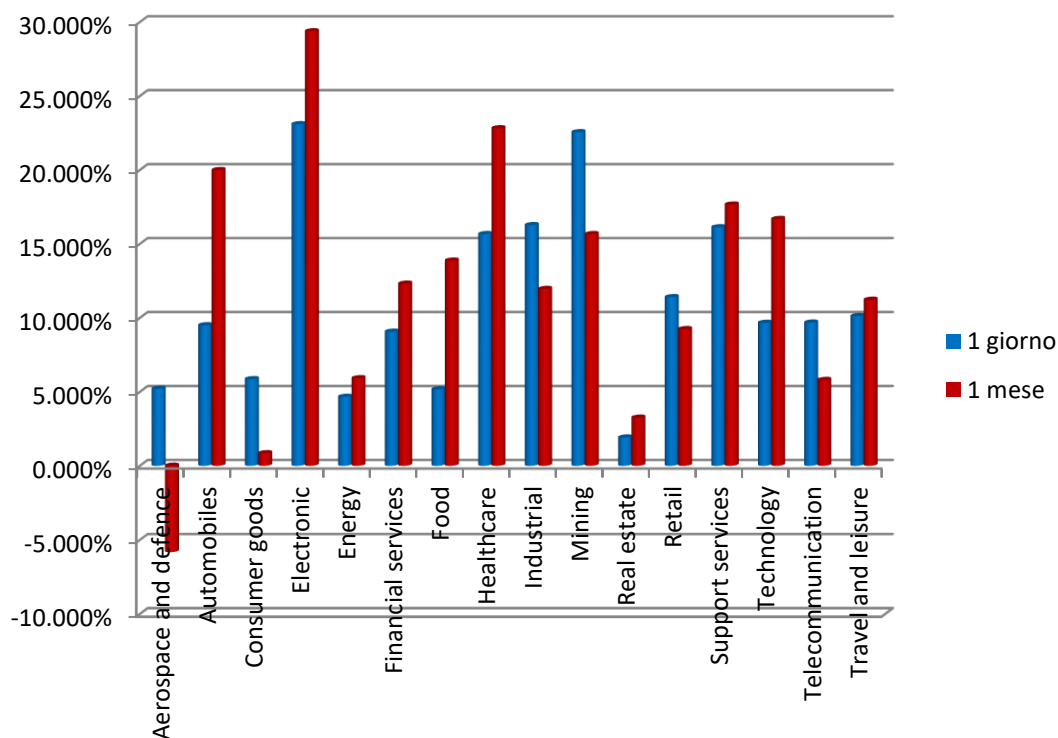
Prendendo in considerazione invece gli Stati Uniti notiamo immediatamente come ci sia maggiore omogeneità: tutti i settori infatti, ad esclusione del *Real Estate* e delle *Utilities* riportano valori positivi, e i sopracitati riportano valori sì negativi, ma contenuti, toccano infatti appena -5%. Tutti gli altri settori, come anticipato, hanno ottenuto valori positivi, in particolare per *Consumer Defensive*, ovvero i beni di consumo di prima necessità, ho rilevato un valore a un giorno pari a 20,188% e a un mese pari a 29,809%. Altro settore molto proficuo appare essere *Healthcare*, che abbiamo precedentemente visto essere uno dei più consistenti per quantità di aziende quotate, che ha ottenuto un 16,425% a un giorno e un 25,135% a un mese. Da citare anche il *Consumer Cyclical*, settore dedicato ai beni di consumo secondari, che riporta un valore di underpricing equivalente a 16,406% e 21,333%, rispettivamente a un giorno e un mese dalla quotazione.

Figura 3.7: Analisi dell'underpricing per settore, Germania



Anche per la Germania é evidente il duplice e contrastante andamento dei settori: alcuni che sono caratterizzati da riposte positive del mercato sia a un giorno che a un mese, altri invece che non hanno spiccato per il mercato né a un giorno, né a un mese. Caso particolare il settore *Utilities*, che ha un underpricing pari a 9,318% a un giorno ma pari a -1,581% a un mese. Situazione simile per il settore *Automobile*, anche se il divario qui é leggermente ridotto. Spicca per andamento positivo il settore *Industrial* con valori equivalenti a 10,227% e 13,776% rispettivamente il giorno e il mese successivo la quotazione. Come “peggior settore” possiamo citare *Consumer Goods* con un valore negativo intorno allo zero per quanto riguarda la risposta del mercato il giorno successivo, ma con un valore addirittura pari a -13,878% a un mese. Questo fenomeno risulta in netto contrasto con quando accade per il mercato statunitense, dove i beni di consumo hanno suscitato una reazione positiva del mercato.

Figura 3.8: Analisi dell'underpricing per settore, Regno Unito



Anche per il Regno Unito, come per gli Stati Uniti, tutti i settori hanno avuto andamento fortemente positivo, settore primo per valori risulta *Electronic* con 23,091% a un giorno e 29,373% a un mese: seguono *Mining* e *Healthcare* con valori con valori tra il 15% e il 20%. Unica nota negativa deriva dal settore *Aerospace and Defence* a cui corrispondono un 5% a un giorno ma un -5,825% a un mese. Possiamo concludere che l'Inghilterra sia il paese più

sicuro per entrare nel mercato in quanto quasi tutti i settori sono stati caratterizzati da feedback positivi da parte del mercato secondario, anche se non il più proficuo, che rimangono gli Stati Uniti.

In conclusione, possiamo osservare come Regno Unito e Stati Uniti siano caratterizzati da livelli di underpricing per settore più elevati rispetto a Italia e Germania, ad indicare come il mercato reagisca in modo migliore nei primi due paesi rispetto ai secondi. Inoltre possiamo notare come settori come l'*Healthcare*, quello *Industriale* e quello *Tecnologico* abbiano risultati positivi in tutti i paesi sia a un giorno che a un mese, anche se in misura diversa, ad eccezione di un valore negativo a un mese per la Germania nell'*Healthcare*. Per gli altri settori non sembra esserci un andamento globalmente diffuso, per cui troviamo settori che riportano un underpricing positivo in alcuni paesi e negativo in altri, come ad esempio per i *Beni di consumo*, che sono caratterizzati da un andamento fortemente positivo per Italia e Stati Uniti, ma mostrano un andamento negativo in Germania.

## CONCLUSIONE

Ho cominciato questo studio pensando di verificare se il fenomeno dell'Underpricing, per il quale il prezzo delle azioni in nuova quotazione lievita nel breve periodo, dimostrando come esse fossero sottovalutate, sia ancora valido e presente considerando un periodo recente, per attestare in che misura esso si presenti e se lo stesso appare diffuso in tutti i paesi o se ci siano delle differenze riguardanti il fenomeno tra di essi.

Ho raccolto un campione di 1540 aziende in quotazione negli anni 2013-2018, raccogliendo informazioni riguardanti quattro differenti paesi: Italia, Stati Uniti, Germania e Regno Unito, per avere un quadro più completo e per dar un punto di vista differente rispetto alla maggioranza degli studi che ho potuto consultare, che si soffermavano su un contesto nazionale.

Mi è stata data così la possibilità di confermare la teoria degli "hot issue market"; anche io infatti, come molti altri, ho notato che le quotazioni sul mercato di nuove aziende avvengono "in gruppi": ci sono dei periodi in cui si registrano alti quantitativi di nuove aziende, principalmente verso la metà di ogni anno e verso la fine, e periodi in cui le società che si affacciano sul mercato risultano essere poche.

Per quanto riguarda l'Underpricing, ho riscontrato dei livelli pari a 8,251% a un giorno dalla quotazione e pari a 10,122% a un mese dalla stessa data. Dati relativamente bassi, ma, come già rilevato da altri ricercatori, il fenomeno dell'Underpricing sembra negli ultimi anni essere in diminuzione, ciò dovuto forse alla crescente diffusione di informazioni chiare ed accessibili a disposizione degli investitori.

Grazie ai dati raccolti, posso concludere che per tutti i paesi presi in esame, il livello di Underpricing è maggiore a un mese, segno che la reazione degli investitori non è immediata, ma richiede il suo tempo, come evidente dai dati globali dell'analisi ( da 8% a un giorno a 10% a un mese).

Dal confronto tra paesi, è emerso come ogni paese abbia attraversato periodi negativi relativi al fenomeno diversi uno dall'altro, ovvero un anno negativo per una determinata nazione non è stato confermato essere negativo per un'altra. Da ciò si può dedurre come, nonostante siamo ora in un'economia globalizzata, dove gli scambi tra paesi sono facili, accessibili e all'ordine

del giorno, i mercati sembrano essere non correlati; almeno per le aziende in nuova quotazione, non si riscontrano quindi significative influenze reciproche tra paesi.

Concluderei che per avere dati più competenti, si dovrebbe fare un'analisi considerando più paesi, cercando di evidenziare, se presenti, le differenze tra paesi sviluppati e paesi in via di sviluppo/ emergenti. Inoltre ritengo sarebbe utile verificare i dati anche nel lungo periodo, per poter riportare un dato più recente relativo all'underperformance dichiarate in teorie e studi precedenti.

## BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, F., e FAULHABER, G., 1989, Signaling by underpricing in the IPO market. In: RITTER, J., e WELCH, I., 2002, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. NBER, Working Paper 88
- ANG, A., GU, L., e HOCHBERG, Y., 2006, *Is IPO under performance a peso problem?* NBER, Working Paper 12203
- BEATTY, R., e RITTER, J., 1986, *Investment bankig, reputation and the underpricing of initial public offering*. *Journal of Financial Economics*, Vol 15, Issues 1-2, January-February, 213-232
- BOOTH, J., e CHUA, L., 1996, Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. In: RITTER, J., e WELCH, I., 2002, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. NBER, Working Paper 8805
- BOULTON, B., SMART, S., e ZUTTER, C., 2017, *Conservatism and International IPO underpricing*. *Journal of International Business Studies* 48, 763-785
- BRENNAN, M., e FRANKS, J., 1997, Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. In: RITTER, J., e WELCH, I., 2002, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. NBER, Working Paper 8805
- CHAHINE, S., FILATOTCHEV, I., e WRIGHT, M., 2007, *Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France*. *Journal of Business Fianance & Accounting*, Aprile/Maggio 34 (3) e (4), 505-528
- FABRIZIO, S., 1999, *L' "underpricing" degli Ipo italiani: il ruolo degli "underwriters, dei prospetti informativi e degli analisti*. *Il Mulino*, Dicembre 1999, Bnaca Impresa Società, Fascicolo 3, 369-412
- HANLEY, K., 1993, *The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon*. *Journal of Financial Economics*, 34, 231-250
- HOUSTON, J., JAMES, C., e KARCESKI, J., 2006, *What a Difference a Month Makes: Stock Anlyst Valuations following Initial Public Offerings*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 41, No 1, Marzo

- IBBOTSON, R., e JAFFE, J., 1975, “Hot Issue” Markets. *The Journal of Finance*, Vol 30, No 4 (Sept., 1975), 1027-1042
- KHIN, E., WONG, R., e TING, L., 2017, *Initial Public Offering (IPO) underpricing in Malaysian settings. Journal of Economic & Financial Studies*, Vol 05 (03), 14-25
- KRIGMAN, L., SHAW, W., e WOMACK, K., 2000, Why do firms switch underwriters?. *Journal of Financial Economics*, 60, 245-284
- LOUGHRAN, T., e RITTER, J., 2002, *Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?. The Review of Financial Studies*, Vol 15, No 2, Special Issue: Conference on Market Frictions and Behavioral Finance, 413-443
- LOWRY, M., OFFICER, M., e SCHWERT, W., 2006, *The variabilità di IPO initial returns. NBER, Working Paper 12295*
- MILLER, E., 1977, *Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion. The Journal of Finance*, Vol 32, No 4 (Sept., 1977), 1151-1168
- ONADO, M., 2011, *Le imprese di nuova quotazione in Italia. Un affare soprattutto per gli azionisti di controllo. Il Mulino*, Agosto 2011, Mercato concorrenza regole, Fascicolo 2, 201-234
- PALMUCCI, F., 2011, *IPO underpricing: il prezzo della liquidità. Il mulino*, Agosto 2011, Banca Impresa Società, Fascicolo 2, 237-260
- RITTER, J., e WELCH, I., 2002, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. NBER, Working Paper 8805*
- ROCK, K., 1986, *Why New Issues are underpriced. Journal of Financial Economics*, Vol 15, Issues 1-2, January-February, 187-212
- SCHULTZ, P., 2003, *Pseudo Market Timing and The Long-Run Underperformance of IPOs. The Journal of Finance*, Vol 58, No 2 ( Apr., 2003) , 483-517
- SHILLER, R.J., 1995, Conversation, information and herd behavior. In: STRAUB, N., e VAN DER MEER, T., 2017, *News media coverage and initial public offering in Germany: explaining flotation performance. Corporate Communications: An Internal Journal*, Vol 22, Issue 4, 523-541



STRAUB, N., e VAN DER MEER, T., 2017, *News media coverage and initial public offering in Germany: explaining flotation performance. Corporate Communications: An Internal Journal*, Vol 22, Issue 4, 523-541

TVERSKY, A., e KAHNEMAN, D., 1992, *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainties. Journal of Risk and Uncertainty*, Vol 5, 297-323

## SITOGRAFIA

[dbprof.ilsole24ore.com](http://dbprof.ilsole24ore.com)

<http://amigobulls.com/stocks>

<http://wall-street.com>

[www.barchart.com/stocks/quotes](http://www.barchart.com/stocks/quotes)

[www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

APPENDICE

Tabella 4.1: Dati settoriali Underpricing Italia

<b>SETTORE</b>	<b>1GG</b>	<b>1 MESE</b>
Alimentare	-2,755%	-6,208%
Automobili	-3,451%	-3,914%
Beni di Consumo	11,476%	7,555%
Commercio	-0,787%	-8,550%
Energetico	-8,967%	-17,914%
Immobiliare	-7,350%	-0,069%
Materie Prime	1,017%	-1,116%
Prodotti e Servizi Industriali	9,577%	19,684%
Salute	15,562%	30,664%
Servizi Finanziari	0,576%	1,427%
Servizi Pubblici	0,458%	-4,216%
Tecnologia	3,389%	2,332%
Telecomunicazioni	11,654%	2,684%
Viaggio e Tempo Libero	-1,745%	-5,492%

Tabella 4.2: Dati settoriali Underpricing Stati Uniti

<b>SETTORE</b>	<b>1 GG</b>	<b>1 MESE</b>
Basic materials	16,996%	12,133%
Communication services	7,089%	1,297%
Consumer cyclical	16,406%	21,333%
Consumer defensive	20,188%	29,809%
Energy	4,879%	7,970%
Financial services	3,312%	5,325%
Healthcare	16,425%	25,135%
Industrial	3,527%	5,055%
Real estate	-4,555%	-5,049%
Technology	24,816%	31,017%
Utilities	-0,405%	-3,070%

Tabella 4.3: Dati settoriali Underpricing Germania

<b>SETTORE</b>	<b>1 GG</b>	<b>1 MESE</b>
Automobile	6,893%	-1,052%
Consumer goods	-0,362%	-13,878%
Financial services	12,263%	7,363%
Healthcare	1,089%	-6,122%
Industrial	10,277%	13,776%
Retail	1,350%	-1,453%
Technology	8,845%	9,112%
Telecommunication	2,973%	1,991%
Utilities	9,318%	-1,581%

Tabella 4.4: DATi settoriali Underpricing Inghilterra

<b>SETTORE</b>	<b>1 GG</b>	<b>1MESE</b>
Aerospace and defence	5,203%	-5,825%
Automobiles	9,497%	19,983%
Consumer goods	5,850%	0,843%
Electronic	23,091%	29,373%
Energy	4,659%	5,915%
Financial services	9,062%	12,309%
Food	5,165%	13,867%
Healthcare	15,664%	22,814%
Industrial	16,267%	11,952%
Mining	22,549%	15,660%
Real estate	1,908%	3,249%
Retail	11,397%	9,235%
Support services	16,121%	17,655%
Technology	9,660%	16,684%
Telecommunication	9,678%	5,798%
Travel and leisure	10,110%	11,220%