

## LEZIONI 3 e 4 Il Processo di IPO

Lecture Obbligatorie: M.Fumagalli, V.Lazzari - Gli Intermediari Finanziari e la quotazione delle imprese – in G. Forestieri (a cura di) – Corporate & Investment Banking – EGEA 2007 (4° edizione)

Materiali di Approfondimento (non obbligatori):

A. Ljungqvist – IPO Underpricing: A Survey – 2004 SSRN (<http://ssrn.com/abstract=609422>)

T. Jenkinson, A.Ljungqvist – Going Public – The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance – Oxford University Press 2001

T. Jenkinson, H. Jones – Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding – 2002 CEPR ([www.cepr.org/pubs/dps/DP3644.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3644.asp))

# Why Companies Go Public ?

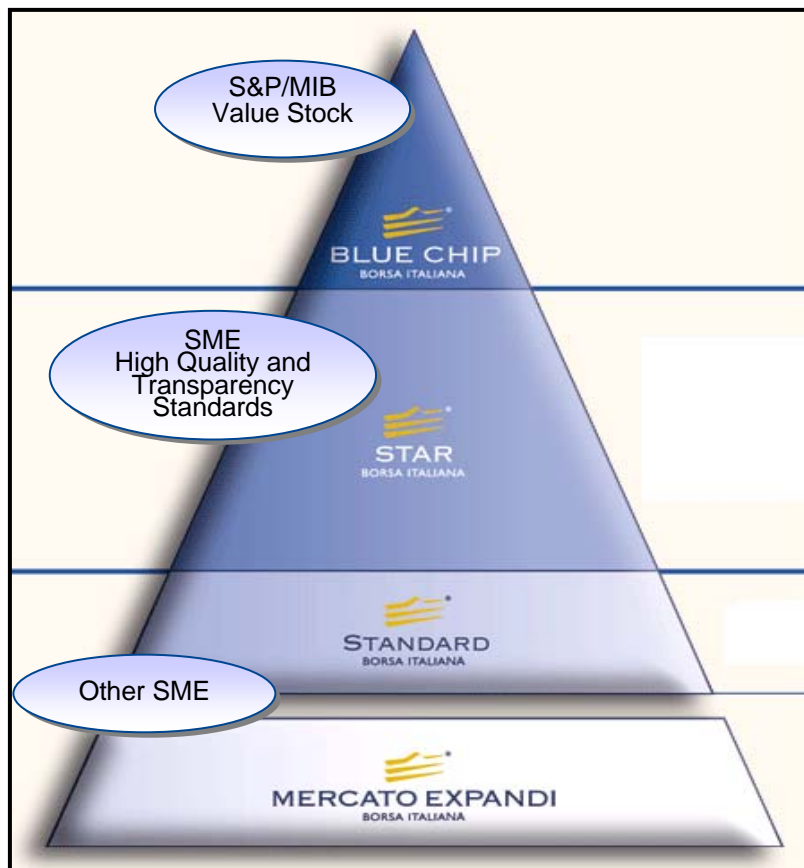
## DAL PUNTO DI VISTA DELL'IMPRESA

<p><b>PROS</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•diversificazione delle fonti di finanziamento</li><li>•creazione di “moneta cartacea” per operazioni di M&amp;A</li><li>•incremento di visibilità e maggiore standing (relazioni con fornitori/clienti, istituzioni)</li><li>•possibilità di remunerare il management con <i>stock option</i> e attrarre risorse qualificate</li><li>•miglioramento delle condizioni di finanziamento bancario</li></ul>	<p><b>CONS</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•oneri amministrativi e burocratici</li><li>•volatilità della propria valutazione</li><li>•non corretta diffusione di valore</li></ul>
--	---

## DAL PUNTO DI VISTA DEGLI AZIONISTI

<p><b>PROS</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•riduzione della concentrazione del rischio</li><li>•liquidabilità</li><li>•valutazione “esterna” riconosciuta</li><li>•[trattamento fiscale]</li></ul>	<p><b>CONS</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>•volatilità della valutazione</li><li>•rischio di perdita del controllo</li></ul>
--	--

# La segmentazione dei mercati di Borsa Italiana



## BLUE CHIP

- società con capitalizzazione > 1.000 mln €

## STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti)

- società con capitalizzazione < 1.000 mln €
- alti requisiti di trasparenza informativa, *corporate governance* e liquidità

## STANDARD

- società con capitalizzazione > 40 mln €
- orari di negoziazione ridotti

## EXPANDI

- PMI con *track record* di risultati economico-finanziari positivi
- requisiti di ammissione più semplici e processo di quotazione più agile

## MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE

- **MTF (mercato non regolamentato)** riservato a investitori professionali
- requisiti di ammissione molto semplificati

## AIM ITALIA (*Alternative Investment Market*)

- **MTF (mercato non regolamentato)** aperto anche al *retail*
- verifica della adeguatezza della società al mercato affidata al Nomad





FLOAT MINIMO	25%	35% (20% se quotata da oltre un anno)	
MKT CAP (€MLN)	> 40	40 <cap< 1000	Adeguatezza Valutata dal Nomad
TRACK RECORD BILANCIO		EBIT > 0	
REVISIONE CONTABILE BIL.	1 (3 pubblicati)	1 con giudizio positivo (3 pubblicati)	1 (3 pubblicati)
BUSINESS PLAN, QMAT	✓	✓	Adeguatezza Valutata dal Nomad
MIS	✓	✓	
AUTONOMIA GESTIONALE	✓	✓	
CORPORATE GOVERNANCE	raccomandata	✓	
SPECIALIST	facoltativo	✓	
RELAZ. TRIMESTRALI	✓	entro 45 gg da fine trim.	
NO VIOLAZIONI REGOL., PROC. CONCORSUALI, RIDUZ. CAPITALE PER PERDITE		✓	
ITA/ENG INFO		✓	
INVESTOR RELATIONS (MANAGER, ROAD SHOWS...)	raccomandata	✓	
PRICE SENSITIVE INFO	✓	✓	

# Listing

La funzione di Listing è una tipica funzione del gestore di mercato (Borsa), che la differenzia nettamente dagli altri intermediari.

La “qualità” delle società quotate costruisce la reputazione del mercato e pertanto le società di gestione mantengono un certo grado di discrezionalità rispetto all’ammissione delle società al listino.

Ad esempio, Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione a quotazione, con provvedimento motivato...

**“...se la situazione dell’emittente sia tale da rendere l’ammissione contraria all’interesse degli investitori. A tal fine la Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi:**

- ✓ **la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria,**
- ✓ **un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività,**
- ✓ **l’evidenza di importanti fattori di incoerenza nei piani previsionali e**
- ✓ **la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nei piani medesimi.”**

# Listing

Al fine di valutare la società quotanda, per il MTA Borsa Italiana richiede la presentazione di un SET di documenti piuttosto esteso ed oneroso.

Verifiche Borsa	Critico posizionamento competitivo	<i>Business Plan</i> incoerenti	Struttura <i>business</i> <i>model</i> vs coerenza <i>business plan</i>	Adeguatezza MIS ( <i>mangement</i> <i>information system</i> )	Squilibri struttura finanziaria
Documenti					
<b>Business Plan</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• coerenza tra <i>financial</i> e ipotesi elementari</li> <li>• carenza elementi di riscontro alle ipotesi</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>• coerenza tra strategia e copertura del fabbisogno finanziario</li> </ul>
<b>QMAT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• analisi contesto competitivo</li> <li>• coerenza rispetto alle ipotesi di business plan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• coerenza tra ipotesi elementari e sviluppo struttura organizzativa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• coerenza tra ipotesi elementari e struttura attuale e futura del business model</li> </ul>		
<b>MIS Memorandum</b>				Rispetto requisiti: <ul style="list-style-type: none"> <li>• formalizzazione</li> <li>• <i>reporting</i></li> <li>• responsabilità</li> <li>• <i>performance</i></li> <li>• integrazione</li> <li>• dinamicità</li> </ul>	

# I Soggetti Coinvolti nel'IPO

- **Advisor:** assiste la società nella realizzazione del processo di quotazione curandone gli interessi, (assiste nella selezione dello *Sponsor/Global Coordinator* e nei rapporti con tutti gli altri soggetti);

- **Sponsor:** figura prevista dai Regolamenti di Borsa Italiana e nominato dalla società. “Accompagna” la società in Borsa, garantendo, anche con la propria reputazione, la qualità della stessa e del suo management. Deve essere “indipendente”: non può assumere il ruolo se finanzia o partecipa nella società;
- **Global Coordinator :** si occupa del coordinamento dell'intero processo di quotazione e di offerta. Capofila del consorzio di garanzia per l'offerta al pubblico e/o per il collocamento istituzionale, in genere coincidente con lo *Sponsor*;
- **Specialist:** dopo la quotazione opererà sul mercato al fine di garantire liquidità al titolo, secondo i regolamenti di Borsa Italiana. ;

**INTERMEDIARI**

- **Società di revisione:** revisiona i bilanci della quotanda, collabora alla redazione del Prospetto Informativo, rilascia delle *comfort letters* sul Business Plan e sul Prospetto Informativo ;
- **Studi legali :** assistono società ed intermediari in tutti gli aspetti giuridici dell'operazione (adeguamenti statuari, redazione del prospetto informativo, adempimenti legali, contratti di collocamento e garanzia, rilascio di *legal opinions*, ecc.);
- **Consulente di comunicazione :** è responsabile di una comunicazione efficace dell'immagine della società e dell'offerta, anche garantendo la corretta gestione dei rapporti con la stampa;

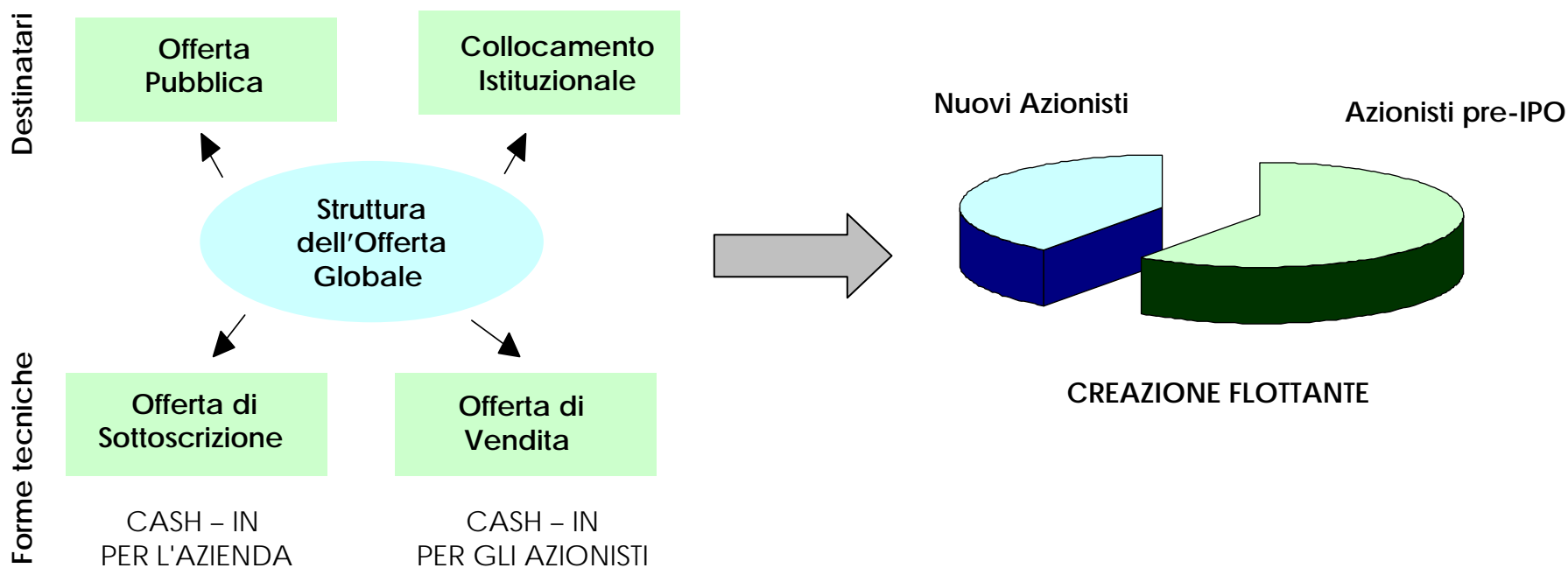
– **Borsa Italiana :** disciplina l'organizzazione e la gestione dei mercati regolamentati, stabilisce gli attributi ed i requisiti necessari all'ammissione, negoziazione, esclusione e sospensione degli emittenti e dei titoli quotati;

– **Consob:** rilascia il nulla osta alla pubblicazione del Prospetto Informativo

– **Montetitoli:** si occupa della gestione accentrata degli strumenti finanziari dematerializzati, a tale sistema devono obbligatoriamente aderire le società quotate.

# Struttura dell'offerta

- Le variabili maggiormente rilevanti attinenti la struttura dell'offerta sono:
  - dimensione e flottante atteso
  - ripartizione tra aumento di capitale (nuove azioni) / vendita (azioni già esistenti)
  - destinatari : investitori *retail* / istituzionali, *tranche* dedicate (dipendenti / clienti...)





# OFFERTA AL PUBBLICO E PROSPETTO

- Art. 94 TUIF (D.Lgs. 58/1998)

Coloro che intendono effettuare una **offerta al pubblico** pubblicano preventivamente un **prospetto**.

Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un **fondato giudizio** sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

# APPROVAZIONE DEL PROSPETTO

- Art. 1 TUIF
- "offerta al pubblico di prodotti finanziari": ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati;
- Il Prospetto è sempre approvato dall' autorità competente (in Italia CONSOB), con un atto positivo al termine del controllo della **completezza** del prospetto, comprendente la verifica della **coerenza** dell'informazione fornita e della sua **comprensibilità**

Tutti i Prospetti debbono essere approvati dalla Consob

# ESENZIONI DALLA REDAZIONE DEL PROSPETTO

NON APPLICAZIONE (Art. 3 Direttiva / 100 TUIF / 33 RE) ALLE OFFERTE:

ESENZIONI (Art. 4 Direttiva / 33 RE) IN CASO DI AZIONI:

- rivolte esclusivamente ad investitori qualificati;
- rivolte a meno di 100 soggetti;
- con adesione minima o il cui valore nominale unitario sia  $> 50.000$  €;
- aventi ad oggetto prodotti finanziari per  $< 2.5$  MLN € in 12 mesi;
- nell'ambito di attività non lucrative di utilità sociale
- nell'ambito di vendite coattive
- aventi ad oggetto l'intero capitale sociale o quota di controllo destinata a un singolo soggetto

- emesse in sostituzione (senza aucap)
- emesse per una Offerta Pubblica di Scambio (se esiste documento d'OPA);
- emesse in caso di fusione (se esiste documento equivalente);
- assegnate gratuitamente o come *dividend in kind* (se esiste documento con informazioni)
- offerti, assegnati o da assegnare a (i) amministratori o ex (ii) dipendenti o ex a livello di Gruppo, purché documento con informazioni;

In questi casi è prassi predisporre una *offering circular*, il cui contenuto è simile a quello di un Prospetto, ma che non è sottoposta allo scrutinio della Consob

# CHI SONO GLI INVESTITORI QUALIFICATI ?

## ART. 100 TUIF

- persone giuridiche che sono autorizzate o regolamentate ad operare sui mercati finanziari, ( enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione, OICVM ...),
- entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari;
- amministrazioni nazionali e regionali, banche centrali, istituzioni internazionali e sopranazionali ( FMI , BCE BERS...);
- persone giuridiche che non siano SME
- piccole e medie imprese (SME)
- persone fisiche HNWI.

deve essere istituito un registro di questi soggetti, consultabile da tutti gli emittenti

### DEVONO ESSERE SODDISFATTI ALMENO DUE DEI SEGUENTI CRITERI:

- nell'ultimo anno almeno 10 operazioni significative sui mercati ogni trimestre
- portafoglio di almeno 500.000 €
- almeno un anno di lavoro nel settore finanziario con funzioni adeguate

1	PERSONS RESPONSIBLE
2	STATUTORY AUDITORS
3	SELECTED FINANCIAL INFORMATION
4	RISK FACTORS
5	INFORMATION ABOUT THE ISSUER
1	History and development
2	Investments
6	BUSINESS OVERVIEW
1	Principal activities
2	Principal Markets
7	ORGANISATIONAL STRUCTURE
8	PROPERTY PLANS AND EQUIPMENT
9	OPERATING AND FINANCIAL REVIEW
1	Financial condition
2	Operating Results
10	CAPITAL RESOURCES
11	RESEARCH & DEVELOPMENT, PATENTS & LICENSES
12	TREND INFORMATION
13	PROFIT FORECAST OR ESTIMATES
14	ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT & SUPERVISORY BODIES AND SENIOR MANAGEMENT
15	REMUNERATION AND BENEFITS
16	BOARD PRACTICES
17	EMPLOYEES
18	MAJOR SHAREHOLDERS
19	RELATED PARTY TRANSACTIONS
20	FINANCIAL INFORMATION CONCERNING THE ISSUER'S ASSETS AND LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND PROFITS AND LOSSES
#	Historical Financial Information
#	Pro forma financial information
#	Auditing of historical annual information
#	Interim & Other financial information
#	Dividend Policy
#	Legal and arbitration proceedings
#	Significant change in the issuer's financial or trading position
21	ADDITIONAL INFORMATION
1	Share Capital
2	Memorandum and Articles of Association
22	MATERIAL CONTRACTS
23	THIRD PARTIES INFORMATION AND STATEMENT BY EXPERTS AND DECLARATION OF ANY INTEREST
24	DOCUMENTS ON DISPLAY
25	INFORMATION ON HOLDINGS

## CONTENUTO DEL PROSPETTO

Inoltre, il Reg. 809/2004 CEE prevede:

- l'autorità competente non può richiedere che un Prospetto contenga informazioni che non siano negli schemi (Art. 3)
- il redattore del Prospetto è libero di scegliere il formato di presentazione delle informazioni (Art. 25)

1	PERSONS RESPONSIBLE
2	RISK FACTORS
3	KEY INFORMATION
1	Working Capital statement
2	Capitalisation and Indebtness
3	Interest of natural and legal persons involved in the offer
4	Reasons for the offer and use of proceeds
4	INFORMATION CONCERNING THE SECURITIES TO BE OFFERED/ADMITTED TO TRADING
5	TERMS AND CONDITIONS OF THE OFFER
1	Conditions, offer statistics, expected timetable and action required to apply for the offer
2	Plan of distribution and allotment
3	Pre-allotment disclosure
4	Pricing
5	Placing and Underwriting
6	ADMISSION TO TRADING AND DEALING ARRANGEMENTS
7	SELLING SECURITIES HOLDERS
8	EXPENSE OF THE ISSUE / OFFER
9	DILUTION
10	ADDITIONAL INFORMATION

# ANCHE LA PUBBLICITA' DELLE IPO E' REGOLATA

La pubblicità relativa ad operazioni di Offerta Pubblica di strumenti finanziari è altamente regolata. L' Art. 101 TUIF prevede:

- ✓ Invio a Consob per controllo contestuale alla diffusione dell'annuncio pubblicitario;
- ✓ un obbligo generale di coerenza di qualsiasi comunicazione [anche se non con finalità pubblicitarie] orale (!) e scritta con le informazioni del Prospetto
- ✓ obblighi di corretto comportamento comunicativo (*fair disclosure rule*) anche per offerte esclusivamente verso investitori qualificati e che non richiedono Prospetto.

# Listing Process

## FASE PRELIMINARE E PREDISPOSIZIONE DOCUMENTI

- Firma mandato
- *Legal & business due diligence*
- Procedure di dematerializzazione azioni
- Assemblea straordinaria (aumento di capitale)
- Incontro preliminare in Consob e Borsa Italiana
- Bozza Prospetto Informativo
- Predisposizione e certificazione bilancio
- [Budget e piano industriale]
- Valutazione preliminare
- Piano delle attività di comunicazione
- *Comfort letters*
- Predisposizione Comunicazione ex art. 94, co.1 TUF e filing Borsa

3/4 mesi

## ISTRUTTORIA BORSA E CONSOB

- Istanza Consob/Borsa Italiana
- Eventuali modifiche al Prospetto Informativo richieste da Consob
- Eventuali approfondimenti richiesti da Borsa Italiana
- *Analyst Presentation*
- Pre-marketing
- Valutazione finale
- Costituzione consorzio di collocamento
- **Provvedimento di ammissione di Borsa Italiana**
- **Nulla-osta Consob alla pubblicazione del Prospetto Informativo**

60 giorni

## OFFERTA

- Pubblicazione Prospetto Informativo e Avvisi obbligatori
- Campagna pubblicitaria/ incontri stampa etc
- *Roadshow*
- *Bookbuilding*
- Definizione prezzo massimo
- Periodo di adesione
- Assegnazione azioni ed elaborazione risultati dell'offerta
- Provvedimento di avvio delle negoziazioni di Borsa Italiana
- Inizio del trading

2 settimane

# Pricing

PITCH

la valutazione presentata dalla *investment bank* che ambisce al ruolo di GC è necessariamente basata su una conoscenza parziale della società.

Essa è costruita tramite i consueti metodi DCF e *multiples* e in genere si esprime in termini di *range*.

DUE DILIGENCE

Dopo approfondimento circa il Piano Industriale e le prospettive della Società, il *range* è definito con maggiore precisione.

PRE MARKETING

Prima del lancio dell'offerta, il GC svolge alcuni incontri (*pilot fishing*) con un selezionato numero di investitori istituzionali presenta la *equity story* e raccoglie un primo *feed back*.

RANGE DI OFFERTA

Il *range* presentato in Prospetto è in genere non vincolante, ma rappresenta una valutazione pubblica e ufficiale. Esso tiene conto anche della situazione generale di mercato al momento del lancio dell'operazione

PREZZO MASSIMO

La pubblicazione del prezzo massimo dell'Offerta Pubblica è prassi comune nel mercato italiano, esso è quasi sempre fissato al margine superiore del *range di offerta*.

PREZZO DEFINITIVO

Il prezzo definitivo è deciso sulla base della qualità e quantità degli ordini raccolti durante il *bookbuilding*.



# Incentivi per la Sottoscrizione

In occasione delle privatizzazioni degli anni '90 sono stati sperimentati una serie di incentivi alla sottoscrizione, particolarmente diretti al mercato *retail*.

I più noti di tali meccanismi sono:

MECCANISMO	TRIGGER	MODALITA'
Bonus Share	Detenzione ininterrotta per un dato periodo di un determinato quantitativo di azioni	Corresponsione gratuita di un determinato quantitativo di azioni (già esistenti) da parte del/i venditori in sede di IPO
Payback Provision <sup>2</sup>	Mancata performance di quotazione (prezzo sul mercato) o di <i>total return</i> (quotazione e dividendi) delle azioni collocate rispetto ad un valore assoluto o ad un <i>benchmark</i>	Restituzione di una parte del prezzo da parte del/i venditori in forma cash o in azioni già esistenti
Put Option <sup>3</sup>	Nessuno o vari	Facoltà dei sottoscrittori di rivendere le azioni al/i venditori
Remedy Share	Performance operative della società	Corresponsione gratuita di un determinato quantitativo di azioni (di nuova emissione) ai soli soci sottoscrittori dell'IPO

# Esempio S.p.A. / 1

Struttura dell'Offerta prevista (range di prezzo 3-3,4 €):

Schema della struttura dell'Offerta (dati in azioni)

Soci	Pre IPO		IPO	Post IPO		Greenshoe	Post Greenshoe	
Alfa	12.000.000	60,0%		12.000.000	48,0%		12.000.000	48,0%
Beta	5.000.000	25,0%		5.000.000	20,0%		5.000.000	20,0%
Gamma	2.000.000	10,0%		2.000.000	8,0%	(1.000.000)	1.000.000	4,0%
Delta	1.000.000	5,0%	(1.000.000)	0	0,0%		0	0,0%
Mercato			6.000.000	6.000.000	24,0%	1.000.000	7.000.000	28,0%
<b>Totale</b>	<b>20.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>5.000.000</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100,0%</b>			<b>100,0%</b>

di cui

Offerta Pubblica	1.000.000	17%
Offerta Istituzionale	5.000.000	83%

Tre banche coinvolte: A (Global Coordinator), B e C (Co-lead Manager Offerta Istituzionale)

Risultati Effettivi: *retail* 1.830.000 azioni ; istituzionale:

Somma di Shares	Price limit (€)								Totale complessivo
	3,10	3,12	3,15	3,20	3,30	3,40	>3,40		
Manager									
A	1.027.742	10.000	210.000	195.000	2.750.000				4.192.742
B				30.000	1.030.000	100.000	500.000		1.660.000
C	120.000		150.000	80.000	150.000	175.000	250.000		925.000
Totale complessivo	1.147.742	10.000	360.000	305.000	3.930.000	275.000	750.000		6.777.742
Totale cumulato	6.777.742	5.630.000	5.620.000	5.260.000	4.955.000	1.025.000	750.000		

# Esempio S.p.A. / 2

## Institutional Offer

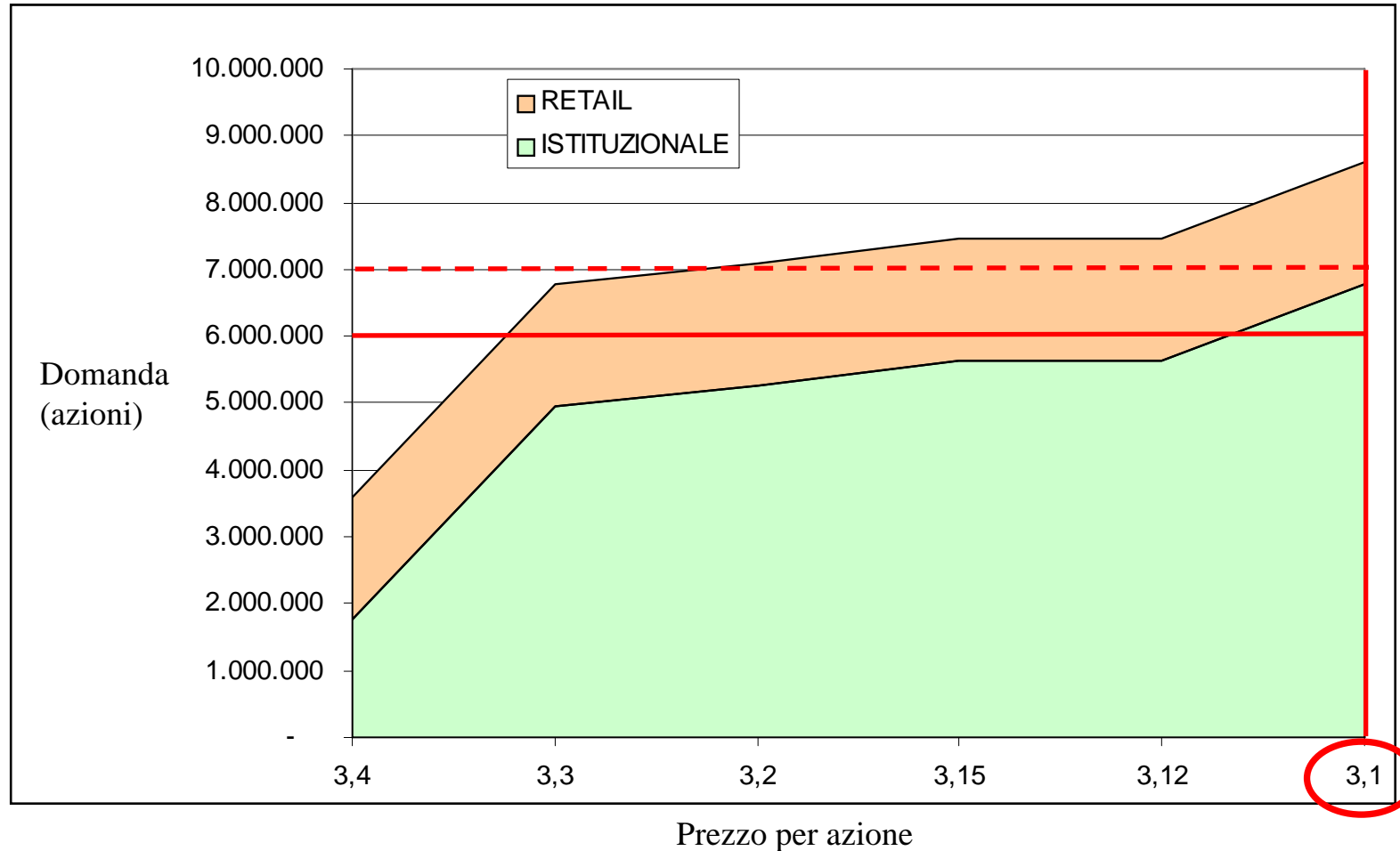
Gli ordini senza limite di prezzo vengono indicati con il simbolo > rispetto al prezzo massimo della forchetta

Date	Manager	Investor Name	Investor Type	Nationality	Order Type	Shares	Price limit (€)	Amount (€)
30-ott-08	A	PRIMO		I	N	645.161	3,10	2.000.000
30-ott-08	A	SECONDO	BK	CH	N	45.000	3,20	144.000
30-ott-08	C	SECONDO	BK	CH	I	25.000	3,40	85.000
30-ott-08	B	TERZO	BK	I	N	30.000	3,30	99.000
30-ott-08	B	QUARTO	BK	I	N	100.000	3,40	340.000
30-ott-08	B	QUINTO	MF	I	N	400.000	>3,40	1.360.000
31-ott-08	C	SESTO	BK	I	N	100.000	3,10	310.000
31-ott-08	C	SETTIMO	IM	I	N	80.000	3,20	256.000
31-ott-08	C	OTTAVO	OT	O	N	150.000	3,40	510.000
31-ott-08	A	DECIMO	IC	I	N	322.581	3,10	1.000.000
31-ott-08	A	UNDICESIMO	BK	I	N	10.000	3,15	31.500
31-ott-08	A	UNDICESIMO	BK	I	N	10.000	3,12	31.200
31-ott-08	A	UNDICESIMO	BK	I	N	10.000	3,10	31.000
31-ott-08	A	DODICESIMO	OT	O	N	50.000	3,10	155.000
31-ott-08	B	TREDICESIMO	MF	I	N	30.000	3,20	96.000
31-ott-08	C	QUATTORDICESIMO	BK	I	N	20.000	3,10	62.000
31-ott-08	C	QUINDICESIMO	MF	I	N	150.000	>3,40	510.000
02-nov-08	A	DODICESIMO	OT	O	I	200.000	3,15	630.000
02-nov-08	A	SEDICESIMO	MF	I	N	150.000	3,20	480.000
02-nov-08	B	DICIASSETTESIMO	MF	I	N	100.000	>3,40	340.000
02-nov-08	C	DICIOTTESIMO	MF	I	N	100.000	>3,40	340.000
02-nov-08	C	DICIANNOVESIMO	MF	I	N	150.000	3,15	472.500
03-nov-08	A	VENTESIMO	MF	I	N	1.000.000	3,30	3.300.000
03-nov-08	A	VENTUNESIMO	MF	I	N	1.200.000	3,30	3.960.000
03-nov-08	A	VENTIDUESIMO	MF	I	N	300.000	3,30	990.000
03-nov-08	A	VENTITRESIMO	MF	I	N	250.000	3,30	825.000
03-nov-08	B	VENTIQUATTRESIMO	MF	I	N	500.000	3,30	1.650.000
03-nov-08	B	VENTICINQUESIMO	MF	I	N	500.000	3,30	1.650.000
03-nov-08	C	OTTAVO	OT	O	I	150.000	3,30	495.000
<b>TOTALE</b>						<b>6.777.742</b>		<b>22.153.200</b>

# Esempio S.p.A. / 3

Il GC decide di assegnare tutta la quota richiesta di 1.830.000 azioni al *retail* (offerta pubblica) e 5.170.000 azioni agli investitori istituzionali con un *overallotment* di 1.000.000 di azioni.

Tuttavia, giudicando “debole” il book, sceglie il prezzo minimo di 3,1€



# Esempio S.p.A. / 4

La remunerazione delle banche avviene sulla base di tre tipi di commissioni:

- Management fee (1 %) al solo Global Coordinator
- Underwriting fee (0,75 %) alle banche che hanno fornito garanzia, in proporzione alla stessa
- Selling fee (1,75 %) alle banche in proporzione agli ordini allocati

		Price limit (€)							
Manager	Dati	3,10	3,12	3,15	3,20	3,30	3,40	>3,40	Totale complessivo
A	Somma di Shares	1.027.742	10.000	210.000	195.000	2.750.000			4.192.742
	Somma di Shares Allotted	800.000		210.000	195.000	2.750.000			3.955.000
B	Somma di Shares				30.000	1.030.000	100.000	500.000	1.660.000
	Somma di Shares Allotted					190.000	100.000	500.000	790.000
C	Somma di Shares	120.000		150.000	80.000	150.000	175.000	250.000	925.000
	Somma di Shares Allotted						175.000	250.000	425.000
Somma di Shares totale		1.147.742	10.000	360.000	305.000	3.930.000	275.000	750.000	6.777.742
Somma di Shares Allotted totale		800.000		210.000	195.000	2.940.000	275.000	750.000	5.170.000

La allocazione degli ordini ha favorito evidentemente il Global Coordinator, che vede sostanzialmente allocati tutti i suoi ordini.

Qui sotto il calcolo analitico delle commissioni spettanti

		Retail				Istituzionale							
		Azioni		€		fees (€)			Azioni		fees (€)		
		Garantite	Collocate	Garantiti	Collocati	management	underwriting	selling	Coll & Gara	Ammontare Coll & Gara	management	underwriting	selling
				1,00%	0,75%	1,75%					1,00%	0,75%	1,75%
prezzo		3,4	3,1						3,1				
A	500.000	650.000	1.700.000	2.015.000	56.730	12.750	35.263	3.955.000	12.260.500	160.270	91.954	214.559	
B	250.000	300.000	850.000	930.000		6.375	16.275	790.000	2.449.000		18.368	42.858	
C	100.000	30.000	340.000	93.000		2.550	1.628	425.000	1.317.500		9.881	23.056	
D	50.000	134.000	170.000	415.400		1.275	7.270	<b>5.170.000</b>	<b>16.027.000</b>	<b>160.270</b>	<b>120.203</b>	<b>280.473</b>	
E	50.000	500.000	170.000	1.550.000		1.275	27.125						
F	50.000	30.000	170.000	93.000		1.275	1.628						
G		38.000		117.800		-	2.062						
H		148.000		458.800			8.029						
<b>Totale</b>	<b>1.000.000</b>	<b>1.830.000</b>	<b>3.400.000</b>	<b>5.673.000</b>	<b>56.730</b>	<b>25.500</b>	<b>99.278</b>						

# Overallotment Option & Greenshoe / 1

La tecnica della *overallotment option* ha lo scopo di garantire al GC elasticità rispetto alla quantità offerta, senza formalmente diminuire o aumentare la dimensione della stessa. Essa consiste nella concessione:

- da parte di azionisti dell'emittente di una opzione a prendere in prestito gratuitamente (*stock lending*) azioni per un periodo di 30 giorni dall'inizio delle negoziazioni, da utilizzare esclusivamente per soddisfare domanda aggiuntiva da parte di investitori istituzionali
- da parte di azionisti (o dell'emittente) di una opzione al GC ad acquistare (sottoscrivere) azioni per un ammontare pari allo *stock lending*

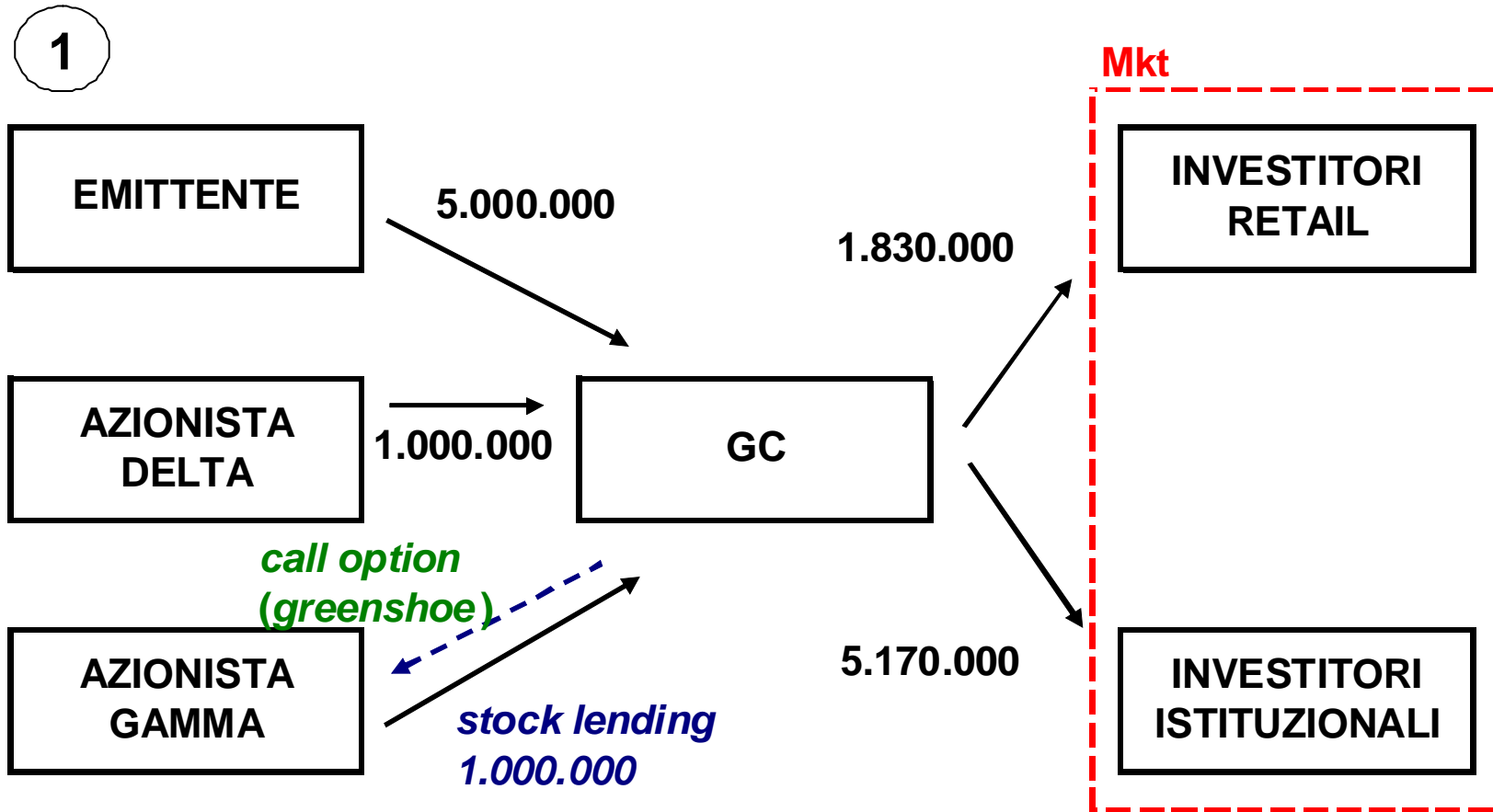
## *Overallotment Option & Greenshoe / 2*

Il GC nei trenta giorni successivi all'inizio delle negoziazioni, se il prezzo di mercato è inferiore al prezzo di offerta acquista (e vende) titoli sul mercato (stabilizzazione). Al termine del periodo restituisce lo *stock lending* tramite le azioni acquistate o l'esercizio della *greenshoe option* o una combinazione dei due.

La stabilizzazione è una pratica di manipolazione del mercato consentita dalla legge, in virtù dell'interesse ad un *orderly market* nelle fasi iniziali, a condizione che:

- l'*overallotment* (i) avvenga al prezzo di offerta (ii) entro il periodo di offerta e (iii) non sia *naked* per più del 5 %;
- l'opzione *greenshoe* non può eccedere il 15 % dell'offerta.
- sia comunicata al pubblico

# Overallotment Option & Greenshoe / 3

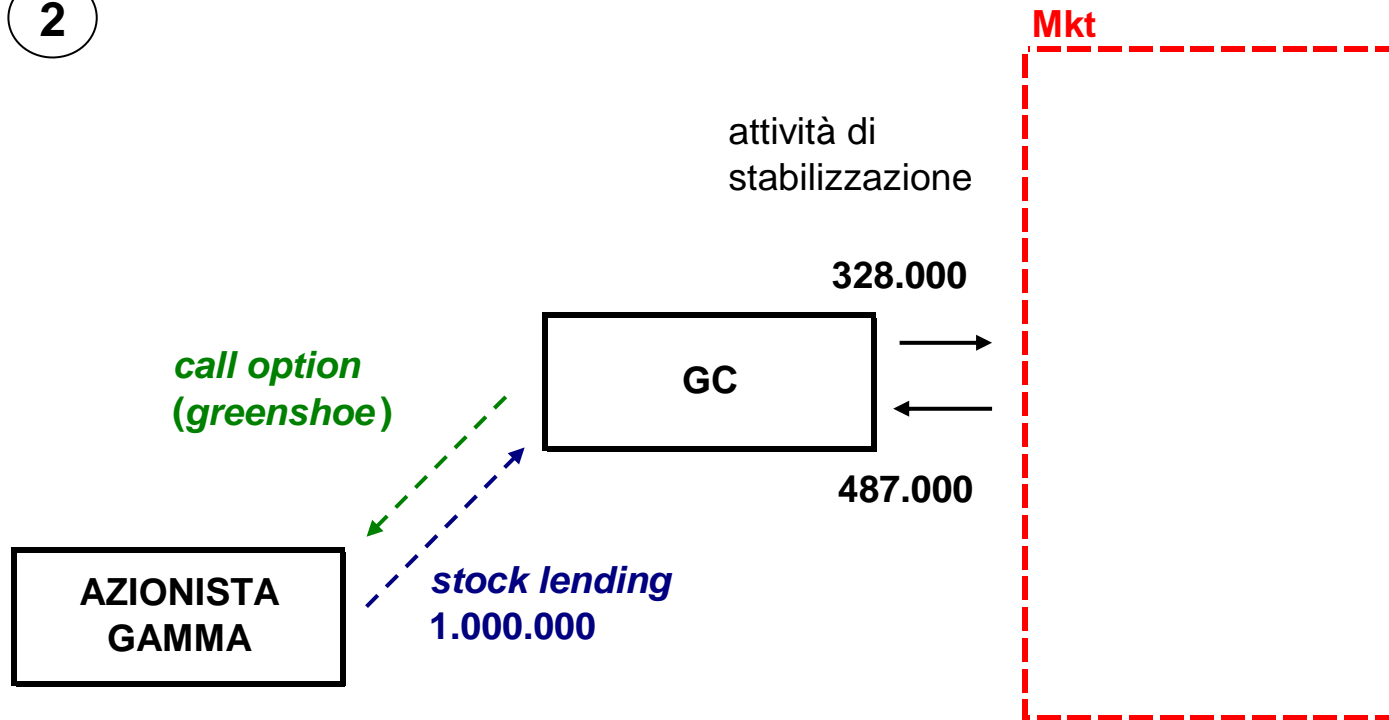




# Overallotment Option & Greenshoe / 4

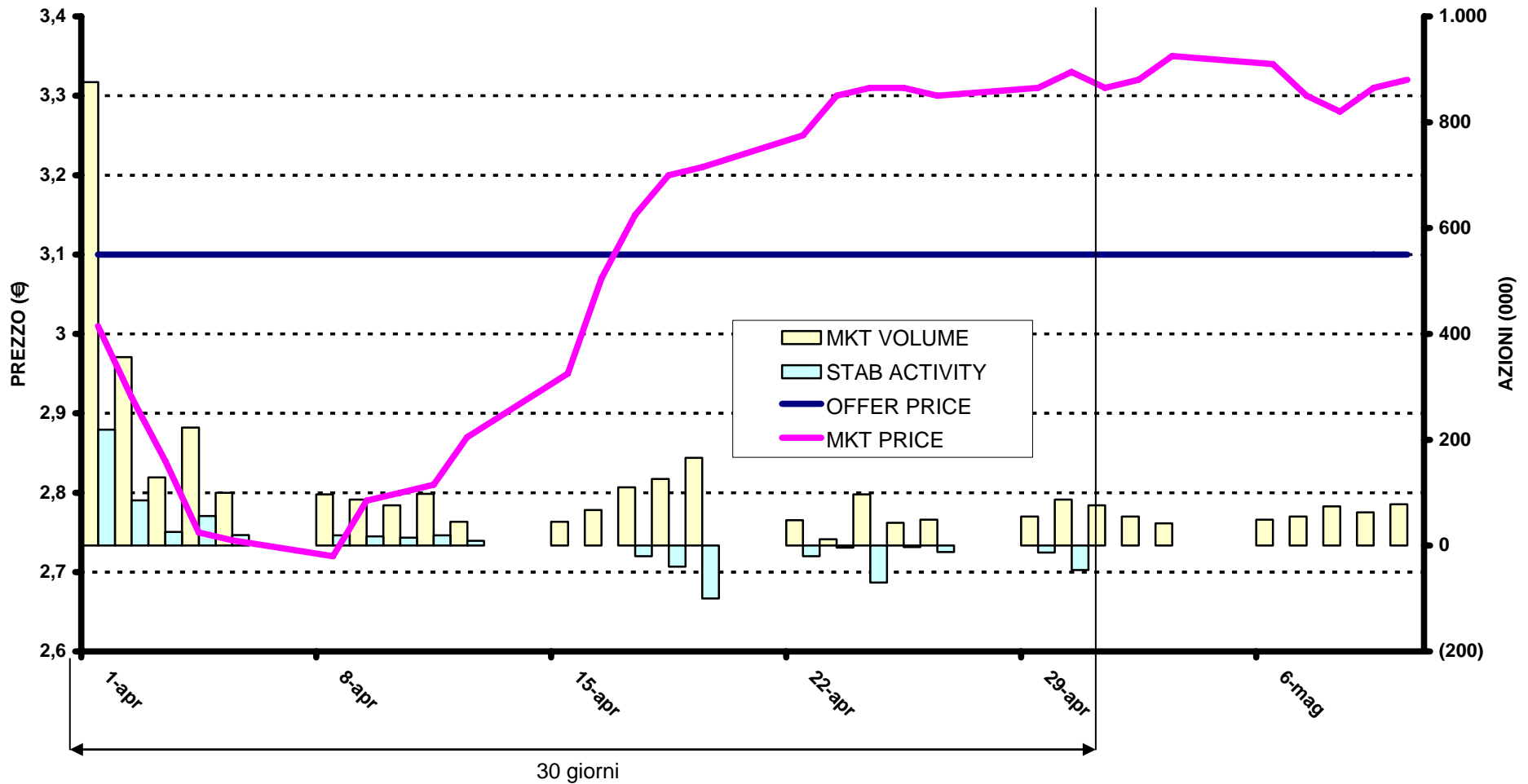
La durata max della stabilizzazione è di 30 giorni. Gli acquisti (vendite) possono avvenire solo (i) a prezzi inferiori (superiori) a quelli di offerta, [(ii) in controtendenza al mercato]

2



# Overallotment Option & Greenshoe / 5

## ESEMPIO S.p.A primo periodo di quotazione



# Overallotment Option & Greenshoe / 6

3

EMITTENTE

esercizio  
parziale  
call option

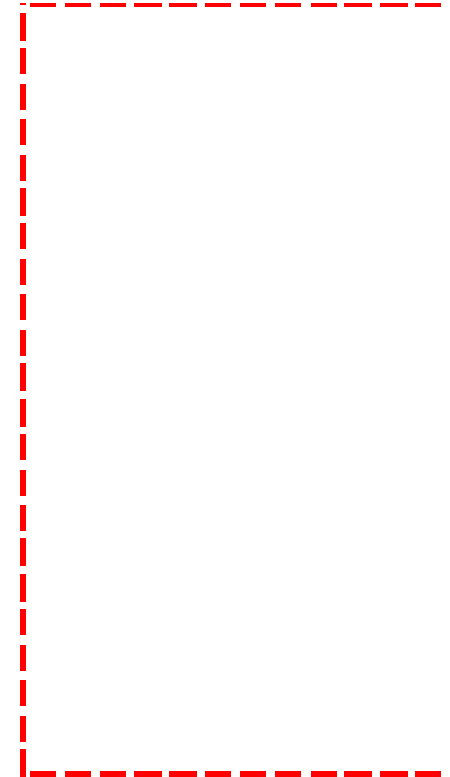
841.000

AZIONISTA  
GAMMA

159.000  
restituzione  
stock lending

GC

Mkt



# Overallotment Option & Greenshoe / 7

Esempio S.p.A.	OFFER PRICE	MKT PRICE	MKT VOLUME	STAB ACTIVITY	STAB/ MKT	Daily Change	Cash	
	€	€	Shares (000)	Shares (000)	%	%	€(000)	
1 Mo	1-apr	3,1	3,01	876	219	25%	-2,9%	659,2
2 Tu	2-apr	3,1	2,92	356	85	24%	-3,0%	249,5
3 We	3-apr	3,1	2,84	129	26	20%	-2,7%	73,3
4 Th	4-apr	3,1	2,75	223	56	25%	-3,2%	153,3
5 Fr	5-apr	3,1	2,74	100	20	20%	-0,4%	54,8
6 Sa		3,1						
7 Su		3,1						
8 Mo	8-apr	3,1	2,72	97	19	20%	-0,7%	52,8
9 Tu	9-apr	3,1	2,79	87	17	20%	2,6%	48,5
10 We	10-apr	3,1	2,80	76	15	20%	0,4%	42,6
11 Th	11-apr	3,1	2,81	98	20	20%	0,4%	55,1
12 Fr	12-apr	3,1	2,87	45	9	20%	2,1%	25,8
13 Sa		3,1						
14 Su		3,1						
15 Mo	15-apr	3,1	2,95	45			2,8%	
16 Tu	16-apr	3,1	3,07	67			4,1%	
17 We	17-apr	3,1	3,15	110	(20)	-18%	2,6%	(63,0)
18 Th	18-apr	3,1	3,20	126	(40)	-32%	1,6%	(128,0)
19 Fr	19-apr	3,1	3,21	166	(100)	-60%	0,3%	(321,0)
20 Sa		3,1						
21 Su		3,1						
22 Mo	22-apr	3,1	3,25	48	(20)	-42%	1,2%	(65,0)
23 Tu	23-apr	3,1	3,30	12	(4)	-33%	1,5%	(13,2)
24 We	24-apr	3,1	3,31	97	(70)	-72%	0,3%	(231,7)
25 Th	25-apr	3,1	3,31	43	(3)	-7%		(9,9)
26 Fr	26-apr	3,1	3,30	49	(12)	-24%	-0,3%	(39,6)
27 Sa		3,1						
28 Su		3,1						
29 Mo	29-apr	3,1	3,31	55	(13)	-24%	0,3%	(43,0)
30 Tu	30-apr	3,1	3,33	87	(46)	-53%	0,6%	(153,2)
<b>Totale</b>				<b>2.992</b>				
<b>Totale Acquisti</b>					<b>487</b>		<b>2,91</b>	<b>1.414,8</b>
<b>Totale Vendite</b>					<b>(328)</b>		<b>3,26</b>	<b>(1.067,6)</b>

# Overallotment Option & Greenshoe / 8

La stabilizzazione ha un effetto economico positivo per il GC che viene, in genere, ripartito sul consorzio istituzionale.

<b>Riepilogo Effetti Economici Stabilizzazione:</b>	<b>€(000)</b>
Vendute 1.000.000 azioni ottenute in prestito a 3,1 €	3.100,0
Acquistate 487.000 azioni a prezzo medio di 2,91 €	(1.414,8)
Vendute 328.000 azioni a prezzo medio di 3,26 €	1.067,6
Acquistate (esercizio greenshoe) 841.000 azioni a 3,1 €	(2.607,1)
<b>Profitto</b>	<b>145,7</b>

Quello della stabilizzazione è un fenomeno poco studiato da parte delle ricerche accademiche sulle IPO, data la difficoltà a reperire dati precisi. Infatti la *disclosure* pubblica riguarda solo:

- se le operazioni di stabilizzazione sono state effettuate;
- la data di inizio delle operazioni;
- la data dell'ultima operazione;
- la forchetta di prezzo nell'ambito della quale la stabilizzazione è stata effettuata per ognuna delle date in cui sono state effettuate operazioni di stabilizzazione.

# *Lock Up / 1*

Si definisce *Lock Up* l'impegno preso, nei confronti del GC, per un periodo (generalmente 180 giorni) successivo all'inizio delle negoziazioni da:

- la società a non emettere nuove azioni o altri strumenti finanziari;
- i suoi azionisti, a non cedere, costituire in garanzia o disporre in altre forme le loro azioni della società.

L'impegno può essere derogato in accordo con il GC “per ragionevoli motivi”. Ad esempio nel caso di un aumento di capitale in natura o per acquisizioni importanti.

## *Lock Up / 2*

Gli accordi di *Lock Up* non costituiscono accordi parasociali, ma vengono resi pubblici nel Prospetto.

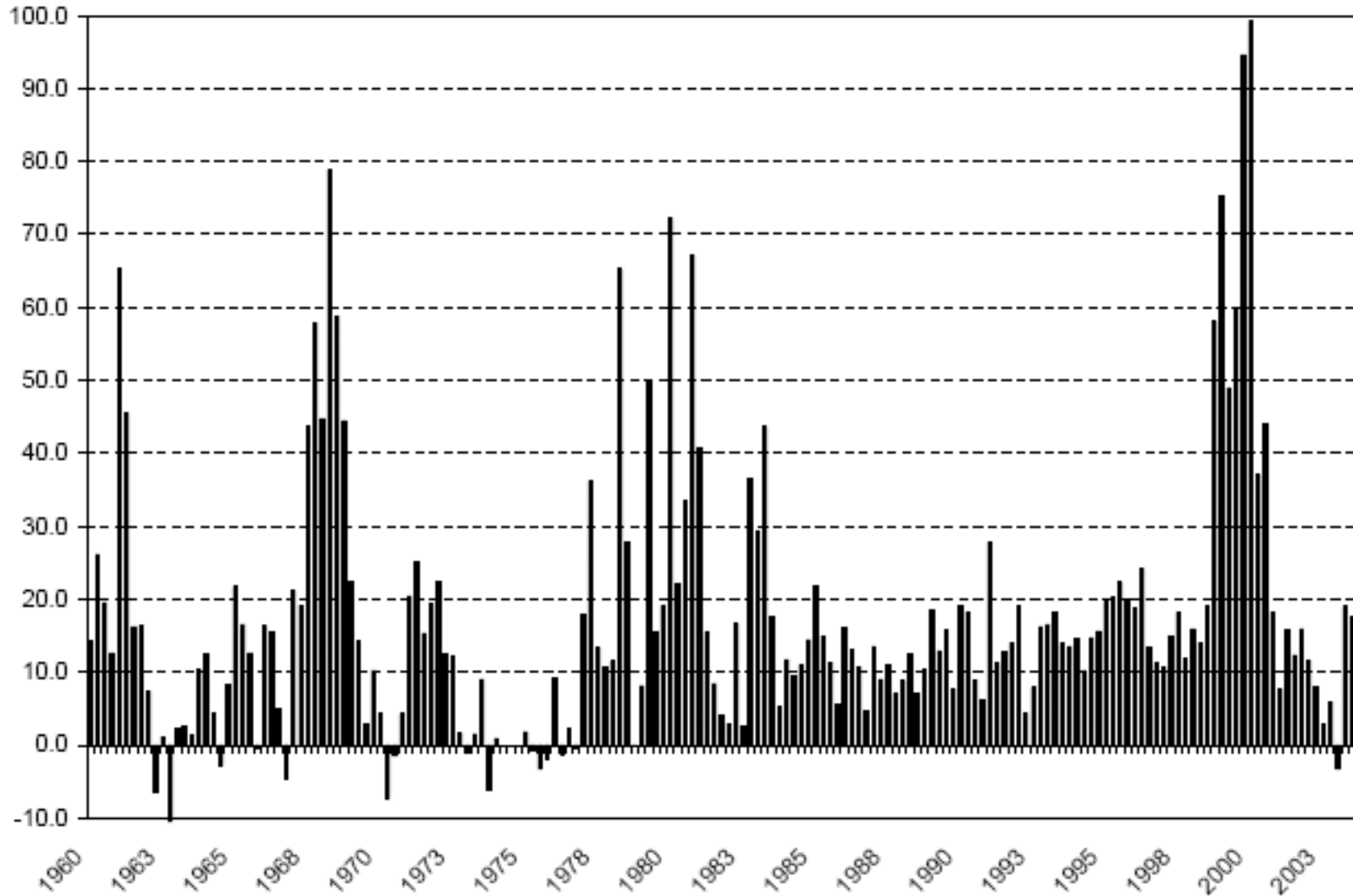
La loro ragione finalit  è:

- incrementare il *commitment* del management e dell'azionista di riferimento, contribuendo a rendere credibile il progetto della societ  → segnale della qualit  delle azioni
- superare il problema di *adverse selection* in situazioni di asimmetria informativa particolarmente evidente.

Alcune *listing rules* impongono l'adozione di *lock ups* anche nei confronti del mercato a societ  particolarmente giovani e prive di storia operativa.

# IPO Underpricing

Initial IPO returns in the United States, 1960 to 2003

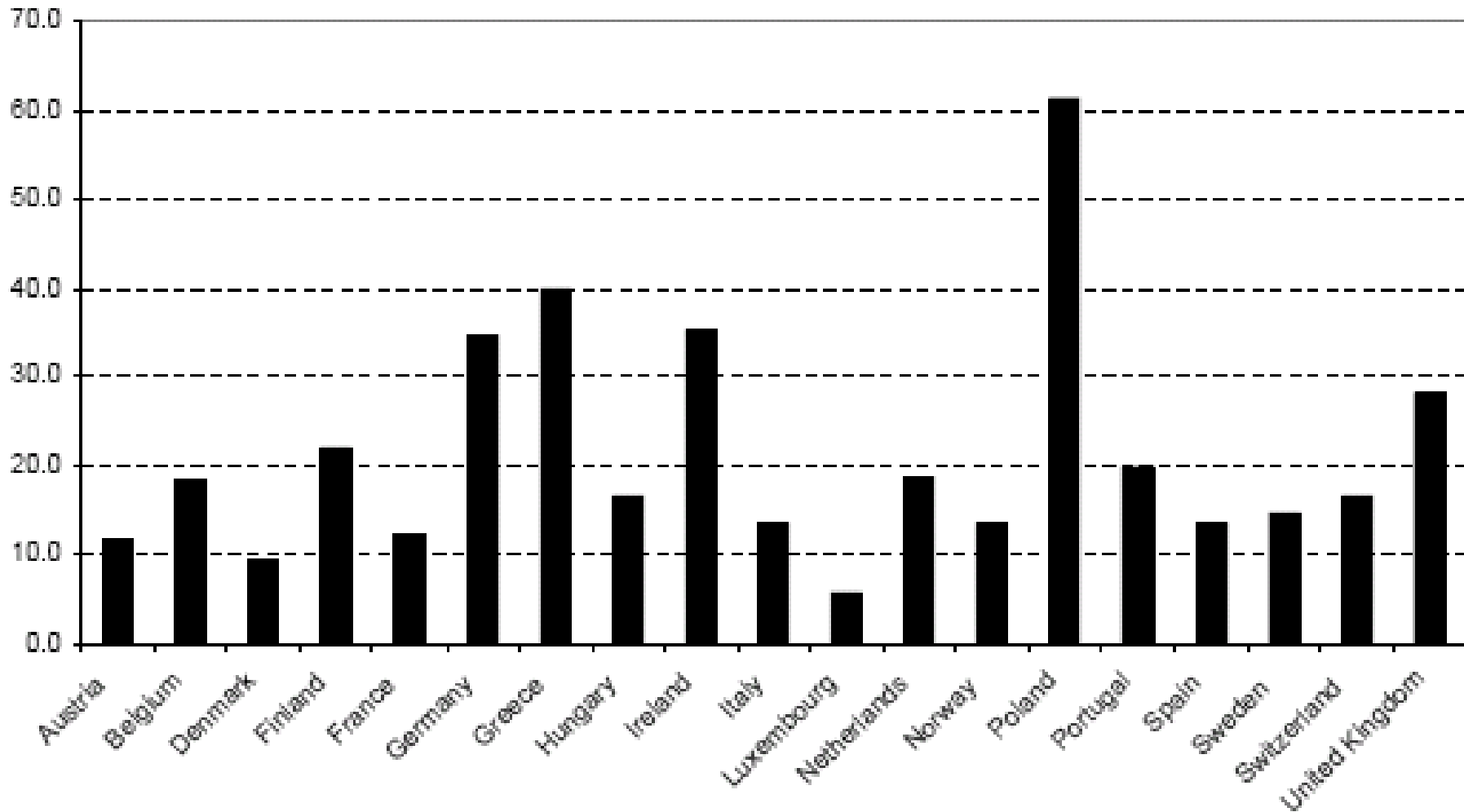


Quarterly equal-weighted average initial IPO returns in % for 14,906 IPOs completed in the United States between 1960 and 2003, calculated as the first-day closing price over the IPO offer price less one. Source: Jay Ritter.



# IPO Underpricing

Initial IPO returns in Europe, 1990 to 2003



aftermarket trading price over the IPO offer price less one. Aftermarket trading prices are measured on the first day of trading in all countries except France and Greece, where they are measured on the fifth day of trading due to daily volatility limits.

# IPO Underpricing

L'IPO underpricing è un *abnormal return*.

La letteratura economica che indaga le ragioni dell'IPO *underpricing* è classificabile in quattro principali gruppi:

1. teorie basate sulle asimmetrie informative
2. teorie che analizzano il contesto istituzionale
3. teorie basate sul controllo
4. teorie sui comportamenti irrazionali degli investitori

# IPO Underpricing – asimmetrie informative / 1

Rock (1986), utilizzando il modello di Akerlof, ed ipotizzando offerta a prezzo fisso, ipotizza che gli investitori si dividano tra:

- (a) *informed investors* (“II”), che sono in grado di valutare correttamente il prezzo dell’IPO e, quindi partecipano solo ad IPO *underpriced* e,
- (b) *uninformed investors* (“UI”), che partecipano a tutte le IPO. Nelle IPO *underpriced*, gli ordini degli UI sono *rationed*, per via della domanda degli II, mentre nelle IPO *overpriced* sono gli unici partecipanti e quindi soffrono della maledizione del vincitore (*winner’s curse*)

# IPO Underpricing – asimmetrie informative / 2

Le implicazioni del modello sono:

- il ritorno atteso dagli UI aggiustato per il *rationing* è nullo. Il ritorno per gli II copre i costi di informazione
- maggiore è l'incertezza valutativa, maggiore è *l'expected underpricing*
- gli *underwriters* che impongono troppo (troppo poco) *underpricing* perdono business da parte degli emittenti (investitori)
- l'*underpricing* può essere ridotto contenendo l'asimmetria informativa (*hire a prestigious underwriter*)

# IPO Underpricing – asimmetrie informative / 3

Se non c'è prezzo fisso, ma bookbuilding e quindi discrezionalità nell'*allotment*:

- un II o (i) rivela un prezzo che è inferiore alla propria stima reale o (ii) richiede un incentivo per rivelare correttamente
- la politica di *allotment* del GC può favorire chi rappresenta correttamente → difficoltà di una verifica empirica
- se investitori e GC interagiscono in più IPO: (i) il costo per estrarre l'informazione privata del II è inferiore (es. ampio pre-marketing) e (ii) i GC “*bundle offerings across time*” : collocano anche le meno interessanti

# IPO Underpricing – asimmetrie informative / 4

Esiste comunque un *agency problem* tra GC ed emittente (“C” *issuer company*):

- C conosce meglio le proprie condizioni e prospettive di quanto il GC possa cogliere anche con la più approfondita *due diligence*; GC può rivelare solo in parte le proprie stime sulla potenziale accoglienza da parte degli investitori
- le *fees* del GC sono in funzione del valore dell’offerta, ma in % sono stabili. Gli utili di stabilizzazione sono funzione di un cattivo *post market*
- Una *fees* di successo legata al *pricing* sarebbe impresentabile agli investitori;
- Il GC può retrocedere illegittimamente *fees* agli investitori



## **SEC Charges CSFB with Abusive IPO Allocation Practices. CSFB Will Pay \$100 Million to Settle SEC and NASD Actions millions in IPO Profits Extracted from Customers in Exchange for Allocations in "Hot" Deals**

*In a complaint filed in U.S. District Court for the District of Columbia, the Commission charged CSFB with violating certain conduct rules of the National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD) which prohibit profit-sharing in customer accounts and unjust or inequitable conduct. The Commission also charged that CSFB violated the SEC's books-and-records requirements for broker-dealers. ... The complaint, includes the following allegations:*

- *CSFB allocated shares of IPOs to more than 100 customers who, in return, funneled between 33 and 65 percent of their IPO profits to CSFB. These customers typically flipped the stock on the day of the IPO, often gaining tremendous profits. They then transferred a share of their flipping profits to CSFB by way of excessively high brokerage commissions (ranging from \$0.19 per share to \$3.15 per share - in contrast to the typical rate of about \$0.06 per share). The customers paid these commissions on uneconomic, limited-risk trades in highly liquid, exchange-traded shares unrelated to the IPO shares - trades that they effected for the sole purpose of paying IPO flipping profits back to CSFB.*
- *The profit-sharing activity was pervasive at CSFB. Senior executives who were in managerial and supervisory roles knew of the practices described in the complaint, encouraged many of the practices described in the complaint, directed CSFB employees to urge customers to maintain specified ratios of commissions to IPO profits, and, in some instances, personally engaged in some of the practices described in the complaint.*
- *CSFB employees informed the relevant customers, both implicitly and explicitly, that they were expected to pay back to CSFB a portion of profits earned on their IPO flipping in order to continue to receive allocations. Customers who refused to funnel a portion of their profits to CSFB received smaller allocations, and in some instances were denied allocations altogether. The prevalence of CSFB's abusive practices is reflected in numerous e-mail messages and other communications, examples of which are cited in the complaint.*

# IPO Underpricing – il contesto istituzionale

- *legal insurance hypothesis*: dati i rischi (in US in particolare) legati a non corretta rappresentazione di informazioni agli investitori (in Prospetto in particolare) le C tendono a non prezzare troppo alto;
- la stabilizzazione (primi 30 giorni), i cui dati analitici non sono pubblici, tende a eliminare la *left tail* della distribuzione dei ritorni iniziali, contribuendo all'*underpricing*;
- considerazioni fiscali (es. il prezzo di IPO misura il fair mkt value fiscale per le stock option già concesse)



# IPO Underpricing – il controllo

- Maggiore è l'*underpricing* maggiore è la domanda e, tendenzialmente, la dispersione delle azioni assegnate (molti investitori con piccole quote). Questa può essere una situazione gradita a (manager / azionisti di controllo) che estraggono benefici privati e non vogliono un *active monitoring*;
- Se, al contrario, l' IPO è il primo passo verso una totale cessione di controllo, la presenza di investitori rilevanti è una garanzia per i futuri round di cessioni (*seasoned offers*)

# IPO Underpricing – Behavioral Explanations

A seguito della “bolla” di fine anni '90 si fanno largo teorie che giustificano un così ampio livello di *underpricing* ricorrendo all'irrazionalità degli investitori

- *informational cascades* se è pubblico che già alcuni II (*opinion makers*) hanno sottoscritto, è maggiore l'incentivo per gli altri di aderire in *free riding* sulla valutazione degli altri. Ciò avviene più facilmente in contesti nazionali
- *mental accounting* C, ovvero i suoi soci sono più influenzati dalla decisione di dove posizionarsi nel *range* pubblicato che non nel valore assoluto di offerta. Inoltre vivono comunque la performance positiva senza *regret* se non hanno venduto azioni.