

# REGOLARITA' EMPIRICHE E MODELLI INTERPRE- TATIVI

## NUMERO IPO Periodo 90-99 ITALIA

<i>Anni</i>	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	<i>TOT</i>
<i>N.IPO</i>	3	6	3	1	5	11	12	11	16	28*	96

\* 5 nel Nuovo Mercato

Per gli USA:

[www.iporesources.org](http://www.iporesources.org)

## Underpricing

per l'Italia:

Arosio\*, R., Giudici\*\*, G. e Paleari\*, S. (1999), "The Short-Run Market Performance of Initial Public Offerings: a Study on the Italian Stock Exchange"

\* Politecnico di Milano – <http://welcome.to/finanza.aziendale>

\*\* Università degli Studi di Bergamo - Dipartimento di Ingegneria — <http://www.unibg.it/sige>

# Long-Term Performance of IPOs

## La Regolarità empirica: Underperformance

Il valore terminale di un portafoglio di IPOs negli USA, dopo 5 anni si aggira su un valore pari al 70-80% di quello di un portafoglio composto da tutte le azioni quotate al NYSE o di un portafoglio di S&P 500 Index:

Aggarwal, R. e Rivoli, P. (1990), "Fads in the Initial Public Offerings Market", *Financial Management* 19, pp.45-57;

Ritter, J. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 46, pp.3-27;

Lo stesso vale per Brasile, Finlandia, Germania, UK – i paesi analizzati da:

Loughran, T., Ritter, J. e Rydqvist, K. (1994), "*Pacific Basin Journal* 2, pp.165-199

## Come interpretare questi risultati ?

Diversificazione è rilevante;

L'evidenza (per gli USA) mostra che underperformance negli anni successivi ad IPO è soprattutto verificata per:

”imprese piccole” i cui underwriters hanno reputazione relativamente bassa:

Field, L. (1996), ”Is Institutional Investment in Initial Public Offerings Related to Long-Run Performance of those Firms”, UCLA Working Paper, University of California at Los Angeles.

# Perchè Underpricing?

## Modelli Interpretativi

- Problemi di agenzia tra Underwriter ed Emittente:

Baron, D. (1982), "A Model of the Demand for Investment Banking Advice and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance* 37, pp.955-976

\*\* Ma Underpricing si ha anche quando underwriter ed emittente coincidono : è il caso di banche di investimento che si quotano:

Muscarella, C. e Vetsuypens, M. (1989), "A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing", *Journal of Financial Economics* 24, pp.125-135.

- Asimmetrie Informative tra investitori (sottoscrittori):

Il problema della "winner's curse" con cui si confrontano investitori non-informati consapevoli del fatto che altri investitori sono invece informati:

un investitore non-informato sa che la sua domanda di azioni sarà accettata con maggiore probabilità nel caso in cui gli informati non sottomettono domanda (i segnali ricevuti sulla qualità dell'impresa sono cattivi) – condizionalmente al fatto di "vincere" la qualità dell'impresa è cattiva-. Allora, perchè un non-informato sia disposto a domandare azioni dell'impresa in offerta il PREZZO d'offerta deve essere sufficientemente basso da compensarlo per il rischio cui si sottopone – il

rischio che l'impresa sia un "bidone":

\*\*\*(fortemente raccomandato):

Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, pp.187-212

## - Asimmetrie Informative tra Emittente ed Investitori (sottoscrittori)

E' stato rilevato che, almeno negli USA, le imprese che si quotano "tornano" al mercato per successivi collocamenti azionari:

Le imprese di "buona qualità" , le imprese che hanno opzioni di crescita e necessità di successivi finanziamenti per realizzarli, potrebbero voler *segnalare* la loro qualità, ovvero distinguersi da imprese di "cattiva qualità" che non hanno tali opzioni fissando un PREZZO d'offerta basso (underpricing). Il costo della segnalazione è l'underpricing, il beneficio deriva dalle migliori condizioni di finanziamento che avranno in futuro in quanto segnalate come imprese di "buona qualità":

Allen, F. e Faulhaber, G. (1989), "Signalling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics* 23, 303-323;

Grinblatt, M. e Hwang, C.Y. (1989), "Signaling and the Pricing of New Issues",

*Journal of Finance* 44, pp.393-420;

Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underwriting of IPOs", *Journal of Finance* 44, pp.421-449;

Chemmanur, T. (1993), "The Pricing of IPOs: A Dynamic Model with Information Production", *Journal of Finance* 48, pp.285-304.

Le Teorie – Modelli – sopra richiamati si applicano alla procedura d'offerta con Prezzo Fisso. Ma spesso ( e sempre piu' frequentemente nella generalità dei paesi) la procedura di definizione del prezzo consiste nel Book Building, e continua ad osservarsi "underpricing":

### Vantaggi Informativi degli Investitori (Istituzionali) rispetto all' Underwriter -emittente

Il vantaggio informativo riguarda il "prezzo di riserva" degli investitori: a che prezzo questi sono disposti a sottoscrivere le azioni (?)

Il Book Building consiste nel sollecitare indicazioni di interesse (quantità e prezzi) da parte degli investitori (per lo piu' istituzionali):

E' un meccanismo volto ad estrarre informazione sulla valutazione della società da parte degli investitori. Ma se questi si dichiarano ottimisti, l'underwriter alza

il prezzo! Vi è allora incentivo a distorcere (verso il basso) l'interesse per l'impresa nella speranza di ottenere azioni a prezzo "basso". L'underwriter è interessato a costruirsi la reputazione di non trarre vantaggio dalle informazioni ottenute dagli investitori (così da incentivarli a dichiarazioni veritiere nell'IPO in oggetto nonché in quelle future). A tale scopo:

- i) fa underpricing (offre un guadagno agli investitori cui sono allocate le azioni)
- ;
- ii) assegna priorità (trattamento favorevole) nell'allocazione a quegli investitori che forniscono maggiori (e favorevoli) informazioni .

I primi a formulare una tale ipotesi (offrire una razionalizzazione di un tale processo largamente diffuso):

Benveniste, L.M. e Spindt, P.A. (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics* 24, pp. 213-232;

Spatt, C. e Srivastava, S. (1991), "Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies* 4, pp. 709-726;

Welch, I. (1992), "Sequential Issues, Learning and Cascades", *Journal of Finance* 47, pp. 695-732.

Il lavoro:

Cornelli, F. e Goldreich, D. (1999), "Bookbuilding and Strategic Allocation",  
*CEPR working paper*

offre evidenza empirica riguardo al fatto che bidders che offrono informazioni ricevono un numero di azioni maggiore di altri: bidders che sottopongono indicazioni di prezzo - limit bid - ricevono un numero di azioni che è all'incirca il 17% in più rispetto a quanto ricevuto da bidders che sottomettono solo indicazioni di quantità - strike bid.