



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Dottorato di ricerca in Economia Aziendale - XIV CICLO

Il Ruolo delle Informazioni Non Finanziarie nei Mercati:

La Performance delle IPO Italiane

Relatore: Chiar.mo

Prof. GianMario Raggetti

Tesi di Dottorato di:

Cristiana Cardì

Anno Accademico 2014-2015

Indice

Introduzione.....	5
Capitolo 1. Il processo di quotazione in Italia.....	9
1.1. Definizione e importanza del processo di IPO.....	9
1.1.1. I benefici associati al processo di quotazione.....	11
1.1.2. I limiti associati al processo di quotazione.....	13
1.2. La normativa di riferimento.....	15
1.2.1. I requisiti di ammissione al mercato di borsa.....	20
1.2.2. Il prospetto informativo.....	25
1.3. I soggetti coinvolti nel processo di IPO.....	28
1.4. Le fasi dell'operazione di IPO.....	32
Capitolo 2. La letteratura in tema di pricing dell'IPO nel breve termine.....	37
2.1. Il pricing delle IPO.....	37
2.1.1. Il processo di determinazione del valore di una società in fase di quotazione.....	38
2.1.2. Il price adjustment.....	43
2.1.3. Il fenomeno dei rendimenti iniziali positivi.....	45
2.2. Le teorie dell'Underpricing.....	50
2.2.1. Le teorie basate sulle asimmetrie informative.....	50
2.2.2. Le motivazioni istituzionali.....	56
2.2.3. Le spiegazioni basate sulla proprietà e controllo.....	59
2.2.4. Le spiegazioni comportamentali.....	61
2.3. Le determinanti classiche dell'underpricing.....	65

Capitolo 3. La disclosure di capitale intellettuale e la performance dell' IPO	
nel breve termine.....	69
3.1. La nozione di capitale intellettuale.....	69
3.2. La rilevanza del capitale intellettuale.....	75
3.3. Metodi di misurazione e reporting.....	77
3.4. La disclosure di CI e i costi della raccolta di capitali.....	89
3.5. Il ruolo del CI nella performance dell'IPO.....	91
 Capitolo 4. Evidenze empiriche degli effetti della disclosure di CI	
sulla performance di breve termine delle IPO italiane.....	97
4.1. Motivazioni dello studio e definizione delle ipotesi.....	97
4.2. Descrizione del modello.....	103
4.2.1. Misura dei risultati dell'IPO.....	103
4.2.2. Misura del capitale intellettuale.....	104
4.3. Analisi empirica.....	107
4.4. Risultati.....	113
4.4.1. Statistiche Descrittive.....	113
4.4.2. Disclosure di capitale intellettuale e price adjustment.....	118
4.4.3. Disclosure di capitale intellettuale e underpricing.....	120
4.4.4. Test di robustezza.....	123
4.5. Discussione.....	126
 Considerazioni Finali.....	129
Bibliografia.....	133
Appendice 1.....	149
Appendice 2.....	153

Indice delle Tabelle

Tabella 1. I vantaggi e le criticità connessi all'operazione quotazione.....	10
Tabella2. Elenco dei Mercati Regolamentati.....	18
Tabella 3. Elenco dei Sistemi Multilaterali di Negoziazione "MTF".....	19
Tabella 4. Principali differenze nei requisiti di ammissione tra MTA e AIM.....	24
Tabella 5. Media dei rendimenti iniziali di 48 paesi.....	48
Tabella 6. Variabili di controllo per i modelli Price Adjustment e Underpricing ...	109
Tabella 7. Distribuzione temporale delle IPO selezionate	114
Tabella 8. Distribuzione settoriale delle aziende del campione.....	115
Tabella 9. Media della disclosure di CI per le aziende appartenenti a settori IC intensive vs. IC non intensive e suddivise per anni di attività.....	116
Tabella 10. Livello di Disclosure di CI sopra vs sotto la mediana.....	117
Tabella 11. Alcune statistiche descrittive del campione.....	118
Tabella 12. Gli effetti della disclosure di IC sul Price Adjustment.....	119
Tabella 13. Gli effetti della disclosure di IC sull'underpricing.....	122
Tabella 14. Test di Robustezza per gli effetti della Disclosure di CI sul Price Adjustment.....	124
Tabella 15. Robustness check for the effects of IC disclosure on the Underpricing...	125

Indice delle Figure

Figura 1. Il frontespizio del prospetto informativo relativo ad una IPO in Borsa Italiana.....	27
Figura 2. La piramide del valore.....	40
Figura 3. Modelli di misurazione degli intangibili (Sveiby, 2004).....	79
Figura 4. Un modello di Business Navigator: lo Skandia Navigator.....	85

Introduzione

La determinazione del prezzo di vendita delle azioni che rappresenti il giusto valore dell'azienda diventa sempre più difficile in seguito alla globalizzazione dei mercati, all'aumento di nuove società legate alle tecnologie informatiche e all'importanza crescente della capacità di innovazione nell'ambito del proprio settore di attività. Inoltre il prezzo non costituisce più l'unico vantaggio competitivo per le imprese, le quali per poter crescere nel mercato, hanno incrementato gli investimenti in fattori definiti come non finanziari, quali l'information technology, la ricerca e sviluppo, le risorse umane e tutti gli elementi che caratterizzano il cosiddetto capitale intellettuale (CI). Pertanto, nel contesto attuale, le attività intangibili hanno assunto un ruolo determinante nella valutazione della competitività e dei punti di forza di un'impresa, in quanto sempre maggiore è il numero delle aziende che vedono dipendere il loro valore dagli elementi che compongono il capitale intellettuale (Buck et al., 2005; 2006; Beattie and Thomson, 2007; Blair, 1999).

Conseguentemente, negli ultimi decenni, l'importanza relativa delle informazioni finanziarie contenute nei report e nei prospetti finanziari è diminuita (Ittner e Larcker, 1998; Lev e Zarowin, 1999; Beretta e Bozzolan, 2004; Liang e Yao, 2005), lasciando spazio agli asset intangibili, che stanno crescendo di rilevanza nel processo di creazione del valore di un'impresa. Gli investitori, gli analisti finanziari e tutti gli altri soggetti che hanno interesse verso l'azienda, devono far riferimento anche alle informazioni non finanziarie per valutare i flussi di cassa futuri e la creazione di

valore, tuttavia gli standard del reporting spesso non sono sufficienti a far riconoscere tale ruolo nei rendiconti finanziari (Gu e Wang, 2005).

La questione assume importanza ancora più rilevante nel momento in cui un'azienda decide di intraprendere la quotazione in borsa (IPO), situazione in cui l'asimmetria informativa è molto elevata (Guo et al. 2005; Singh e Van Der Zahn 2007).

L'incapacità dell'azienda di rilevare e comunicare in modo esaustivo le informazioni non finanziarie, causa un costo eccessivo connesso alla raccolta di capitale per le società in sede di quotazione, con conseguenti intralci nel processo di crescita e innovazione (Lev, 2002). Un'ampia divulgazione di informazioni relative al capitale intellettuale, per mezzo del prospetto informativo dell'IPO, permette agli agenti del mercato di comprendere in modo più efficace la potenziale creazione di valore dell'azienda e riduce il premio richiesto dagli investitori per acquistare azioni in condizioni di incertezza. Invero, in letteratura prevale il principio secondo cui maggiore è l'asimmetria informativa nel mercato, più alto è il rischio percepito dagli investitori, i quali richiederanno un costo maggiore per il capitale da loro fornito, a causa della sottovalutazione del valore delle azioni (Diamond e Verrecchia 1991, Kim e Verrecchia, 1994; Mc Nicholas e Trueman, 1994; Walker, 1995; Collier e Yohn, 1997; Healy et al., 1999; Levz e Verrecchia 2000, Zambon, 2003).

Mangena, Pike e Li (2010) in uno studio relativo al mercato UK, evidenziano che l'ammontare dei costi del capitale è inversamente legato all'aumento della disclosure, sia nel caso di informazioni finanziarie che per quanto concerne le informazioni non

finanziarie, tuttavia nel secondo caso la relazione è più significativa, in linea con studi precedenti (Kristandl e Bontis, 2007).

Nonostante la mentalità dei partecipanti al mercato dei capitali continui ad essere dominata dai dati finanziari, anche a causa dei costi di comunicazione e dei rischi connessi ad una potenziale perdita di competitività percepita dalle aziende che forniscono informazioni qualitative, la divulgazione di tali informazioni può aiutare a risolvere il problema dei gap delle asimmetrie informative e facilitare una valutazione più precisa delle società, diminuendo il costo del capitale (Botosan, 1997; Bukh, 2003; Holland, 2003; Johanson, 2003; Lev, 2001).

Con questo lavoro si intende esaminare se, e in che modo, il tentativo di fornire informazioni non finanziarie da parte delle aziende che si quotano (in particolare quelle riguardanti il capitale intellettuale) è associato alla performance della quotazione nel breve periodo. Con questo intento, nella prima sezione si fornisce una panoramica delle operazioni di IPO, analizzando i vantaggi e i costi della quotazione e le fasi e i soggetti che ne prendono parte; il secondo capitolo esamina la letteratura specifica in tema di pricing dell'IPO, soffermandosi ad esaminare i fenomeni di aggiustamento parziale del prezzo di offerta e dei rendimenti positivi associati al primo giorno di contrattazione dei titoli della società emittente. Nella terza parte si indaga il ruolo della disclosure di informazioni riguardanti il capitale intellettuale dell'azienda nel successo dell'IPO; l'ultima parte descrive l'analisi empirica svolta al fine di studiare gli effetti che la disclosure di capitale intellettuale produce sulla performance di breve periodo delle IPO nel mercato italiano.

Capitolo 1.

Il processo di quotazione in Italia

1.1. Definizione e importanza del processo di IPO

L'impresa che decide di quotarsi in Borsa ha la possibilità di scegliere diverse modalità di ingresso nel mercato: con l'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS) l'azienda emette nuove azioni per gli investitori, allo scopo di raccogliere nuovi capitali senza la necessità di pagare interessi, realizzando un effettivo aumento di capitale; l'offerta pubblica di vendita prevede che l'azienda venda azioni di soci già esistenti, senza un aumento di capitale e senza dunque ottenere nuova liquidità; infine l'impresa può decidere di intraprendere una offerta che rappresenta un mix delle precedenti due operazioni, con l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione.

La quotazione è un evento importante nella storia di una società in quanto garantisce l'accesso ad un finanziamento diretto (Ljungqvist, 2007) che spesso può essere più conveniente dell'indebitamento bancario e più efficace del semplice autofinanziamento (Anderson, Beard, & Born, 1995). Tale operazione dà la possibilità all'azienda di crescere, ampliando e diversificando le fonti di finanziamento, comporta un miglioramento della gestione per far fronte ad obblighi informativi interni ed esterni ed è una leva di marketing, in quanto il fatto di dover rendere note con maggior frequenza informazioni sia di natura qualitativa che quantitativa, consente un miglioramento nella affidabilità creditizia ed un rafforzamento dell'immagine. D'altra parte però è un processo complesso e rischioso: complesso perché si sviluppa in più

fasi ognuna delle quali è finalizzata al raggiungimento di obiettivi specifici e coinvolge diversi soggetti, rischioso in quanto associato ad un gran numero di costi e caratterizzato da un alto grado di incertezza circa il suo successo.

Il tema di come si arrivi alla decisione di quotarsi in borsa e di come avvenga la valutazione delle azioni è di grande interesse negli studi di Corporate Finance: se da un lato significa accedere ad un nuovo canale di finanziamento, dall'altro comporta la modifica dell'assetto azionario e manageriale in maniera permanente¹. Si tratta di una decisione di rilevanza strategica che richiede un'attenta valutazione di costi e benefici come sintetizzato nella tabella 1.

Tabella 1. I vantaggi e le criticità connessi all'operazione quotazione

Vantaggi	Criticità
✓ Rafforzamento della struttura finanziaria/patrimoniale ✓ Possibilità di ampliare la gamma di strumenti finanziari e di sfruttare la leva finanziaria ✓ Miglioramento dell'immagine (reputational capital) e positivo effetto rating ✓ Possibilità di incentivare il management attraverso schemi di stock option ✓ Sviluppo della cultura aziendale basata sul confronto con il mercato.	✓ Costi fissi della quotazione ✓ Cambiamenti circa gli aspetti organizzativi, gestionali e manageriali ✓ Maggiori adempimenti burocratici ✓ Perdita del controllo societario da parte degli azionisti pre-esistenti

Fonte: ns elaborazione su dati Borsa Italiana

¹ Per una review circa motivi della quotazione si veda, tra gli altri, Ritter e Welch (2002) Chemmanur-Fulghieri (1999), e, con specifico riferimento al caso italiano Pagano-Panetta-Zingales (1998).

1.1.1. I benefici associati al processo di quotazione

I vantaggi derivanti dalla quotazione in Borsa permettono agli azionisti dell'emittente di accrescere il successo della propria azienda, ma trasferiscono valore anche agli investitori e al mercato nel complesso.

Con riferimento ai vantaggi dell'emittente, la quotazione comporta benefici di natura finanziaria e operativa (Giudici, 2010), in primo luogo grazie all'afflusso di capitali che favorisce il finanziamento di investimenti strategici. Allo stesso tempo si osserva un rafforzamento della struttura finanziaria patrimoniale, attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento, che permette di ridurre la dipendenza dell'impresa dagli oneri derivanti dal capitale di debito e ne migliora lo *standing* creditizio. I creditori applicano condizioni migliori circa il costo del capitale, sia per l'effetto diretto connesso alla minor leva finanziaria, sia per l'effetto indiretto del maggior rigore nel governo aziendale imposto dalle norme di *corporate governance* e di trasparenza verso il pubblico previste dal regolamento del mercato. Il tema della trasparenza, accresciuta dalla divulgazione di informazioni legate agli obblighi di trasparenza informativa, è spesso interpretato come un costo piuttosto che come un beneficio, tuttavia occorre sottolineare che le informazioni divulgate permettono che il valore della società sia il più vicino possibile a quello reale, riducendo la volatilità del titolo e possibili operazioni speculative.

La decisione di quotarsi accresce l'immagine aziendale e la reputazione della società emittente, rendendo più agevole e meno costoso l'inserimento di capitale umano di

qualità, estendere la rete commerciale con altre imprese e godere di ricadute positive in termini di potere contrattuale sia con i fornitori che con i clienti potenziali.

La quotazione offre l'opportunità di mettere in atto piani di incentivazione basati su *stock options*, favorendo la produttività del management e dei dipendenti rendendo la retribuzione di tali soggetti connessa ai risultati della società. Inoltre permette di avere una valutazione da parte del mercato sulle scelte intraprese dal management nella produzione di valore.

Inoltre, disporre di un azionariato diffuso può rendere l'azienda più forte nelle situazioni in cui interagisce con le autorità di regolamentazione e supervisione.

Importante risulta la possibilità per gli azionisti di maggioranza di liquidare parte della propria quota diversificando la propria ricchezza, senza perdere il controllo sulla società.

Infine, in alcuni paesi la quotazione apporta benefici fiscali che favoriscono l'incremento del patrimonio aziendale.

Si evince dunque che la scelta di un'impresa di quotarsi risponde solo in minima parte ad una logica finanziaria, ed è in gran parte dettata da considerazioni di natura strategica o di governo aziendale².

² Si noti che mentre le grandi banche d'investimento straniere trovano nei collocamenti nazionali una delle loro aree d'affari principali, il sistema finanziario italiano rimane alquanto *bank oriented*. Vale a dire che non c'è una spiccata propensione a sviluppare le attività di mercato, preferendo piuttosto continuare a concentrarsi sull'ottimizzazione delle attività di *lending*.

La quotazione genera vantaggi anche per gli investitori, in primo luogo gli azionisti vedono migliorare la liquidità delle proprie quote azionarie nel mercato secondario. Inoltre il controllo da parte della società di gestione del mercato e delle autorità di vigilanza, permette una riduzione dei costi di monitoraggio da parte degli investitori, i quali hanno a disposizione maggiori informazioni per effettuare le proprie scelte operative³. Infine gli investitori istituzionali⁴ dispongono di nuove opportunità di investimento, guadagnando sul prezzo di vendita delle azioni.

1.1.2. I limiti associati al processo di quotazione

Oltre ad i benefici numerosi che comporta la quotazione, nella scelta di intraprendere una operazione di IPO, occorre prendere in considerazione anche gli obblighi e le potenziali criticità che tale processo può comportare. I fattori di criticità variano a seconda delle circostanze e delle caratteristiche dell'azienda coinvolta.

³ Gli azionisti di minoranza appartenenti ad una società con un azionariato particolarmente frazionato potrebbero incorrere in problemi di free riding, lasciando il compito di monitorare l'attività del management agli altri azionisti, in modo da limitare i costi. Tale comportamento comporta l'aumento del grado di asimmetria informativa in quanto, individuato il comportamento del free rider, altri soci lo emuleranno, scaricando il costo delle informazioni su un numero sempre più ridotto di azionisti, fino ad azzerarne il numero.

⁴ Negli Stati Uniti l'attività di investimento nel capitale di rischio nella sua globalità è denominata attività di private equity e viene suddivisa tra operazioni di venture capital e buy out; in Europa invece, solitamente, si distingue tra private equity, comprensivo di tutte le operazioni realizzate su fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale, e venture capital, ossia finanziamento all'avvio di impresa.

In primo luogo, per valutare il successo potenziale dell'IPO, la società emittente deve assicurarsi che i benefici apportati siano maggiori dei costi sostenuti. I costi a cui si fa riferimento possono essere riconducibili ad oneri diretti o indiretti.

I primi si riferiscono ai costi fissi che l'azienda sostiene per lo sviluppo del progetto, come consulenze e questioni burocratiche, in particolare fanno parte di questa categoria i compensi dell'Advisor, dei consulenti legali, della società di revisione, i corrispettivi spettanti a Borsa Italiana e alla Consob, ed il contributo da corrispondere all'underwriter (Gross Spread).

I secondi si riferiscono in particolare ai cambiamenti circa gli aspetti organizzativi, gestionali e manageriali. Ad esempio è necessario adeguare i sistemi informativi, i meccanismi operativi, adottare i principi di *corporate governance*, effettuare politiche di comunicazione ed eventualmente modificare la cultura del management; per la società sorge la necessità di istituire una rete di relazioni con gli investitori allo scopo di produrre le informazioni necessarie al mercato, l'accesso al mercato espone l'azienda ad una continua valutazione da parte di investitori e soggetti esterni che inducono la società nell'errore di concentrarsi eccessivamente su una visione di breve termine. L'andamento del titolo dipende, infatti, dalla capacità dell'azienda di confermare il raggiungimento dei propri obiettivi attesi nei mesi successivi all'IPO. Ciò potrebbe indurre il management a ricercare risultati economici immediati anziché considerare piani di sviluppo di medio-lungo periodo.

Con la quotazione gli adempimenti burocratici diventano più complessi in quanto la società deve rispettare molte regole a tutela delle minoranze e dei conflitti di interesse.

Inoltre alcune decisioni quali aumenti di capitale o ingresso in un nuovo mercato, devono essere prese considerando anche gli interessi di soggetti che non possono partecipare a tale decisione; la quotazione comporta infatti una ridefinizione dell'assetto proprietario dell'azienda con conseguente dispersione della quota di controllo degli azionisti esistenti. Inoltre può essere influenzato da azioni speculative e da una eventuale congiuntura negativa della borsa, indipendentemente dalle scelte strategiche dell'azienda.

Infine il rischio che il maggior flusso informativo rivolto all'esterno richiesto dalla regolamentazione possa comportare la perdita di vantaggi competitivi della società.

Si tratta dunque di costi non necessariamente monetari, di cui la società ha la possibilità di calcolare l'ammontare, ma si considerano anche alcuni costi che non sono sostenuti finanziariamente dalla società, che costituiscono dunque costi-opportunità. Uno dei costi opportunità più studiato è l'underpricing, il quale si manifesta nel momento in cui il prezzo di offerta nel mercato primario risulta inferiore al prezzo al quale si chiudono le negoziazioni del mercato secondario il primo giorno di contrattazioni, costituisce dunque un mancato introito potenziale per l'azienda (Ritter, 1987; Jenkinson & Ljungqvist, 2001; Ljungqvist et al 2003; Meoli et al. 2012).

1.2. Normativa di riferimento

La procedura con cui avviene l'emissione di nuove azioni da parte di una società ha subito delle evoluzioni profonde nel tempo, tendendo ad uniformarsi al modello americano per quanto riguarda le regole base, ma anche rispetto alle caratteristiche

delle imprese che intraprendono tale operazione. Se nei paesi anglosassoni la quotazione ha da sempre interessato in prevalenza start-up con l'intenzione di raccogliere capitali, nei paesi europei tale procedura è stata per lungo tempo riservata ad imprese di grandi dimensioni già presenti nel mercato da tempo (Jenkinson e Ljungqvist, 2001). Nel 2008 è stato istituito l'AIM Italia, un sistema multilaterale di negoziazioni che si basa sul modello del mercato AIM inglese ed è dedicato alla quotazione di piccole e medie imprese e alle società ad alto potenziale di crescita, favorendo ulteriormente l'uniformità dei modelli nei diversi Paesi.

Tale trasformazione avviene anche in seguito ai profondi cambiamenti che la disciplina dei mercati dei capitali in Italia ha subito nell'ultimo decennio. In primo luogo, nel 1996 il Decreto Eurosim ha previsto la privatizzazione della gestione dei mercati borsistici, in tal modo la gestione dei mercati regolamentati è affidata a società per azioni gestite da privati, ma comunque soggette a controlli stringenti da parte delle autorità pubbliche.

Un principio cardine del mercato Italiano è la separazione della regolamentazione e della gestione dei mercati stessi. La CONSOB agisce come autorità di governo esterna e di vigilanza, che supervisiona le quotazioni nei mercati dei capitali italiani. Borsa Italiana S.p.a., che dal 2007 fa parte del gruppo della London Stock Exchange, ha invece il compito di gestire i mercati azionari in Italia, secondo la regolamentazione stabilita dalla Consob.

In secondo luogo, il recepimento della direttiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) ha modificato il Testo Unico della Finanza introducendo

l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, dando così la possibilità alle imprese di quotarsi non solo nei mercati regolamentati, ma anche presso sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Attualmente in Italia esistono nove mercati regolamentati (di cui sei sono gestiti da Borsa Italiana S.p.a.) e nove sistemi multilaterali di negoziazione (di cui solo tre gestiti da Borsa Italiana S.p.a.), come illustrato nella tabella 2 e nella tabella 3.

Mediante la creazione di ciascun mercato, o segmento di mercato, il gestore del mercato di borsa intende soddisfare le esigenze di un determinato tipo di imprese e di investitori.

Tabella 2. Elenco dei Mercati Regolamentati

Società di gestione	Denominazione Mercato	Codice MIC
Borsa Italiana S.p.a.	Mercato Telematico Azionario	MTA*
	Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC	ETFplus
	Mercato telematico delle obbligazioni	MOT
	Mercato telematico dei securitised derivatives	SeDeX
	Mercato telematico degli investment vehicles	MIV
	Mercato degli strumenti derivati per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lettere f) e i), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58	IDEM
MTS S.p.a.	Mercato Telematico all'Ingrosso dei Titoli di Stato	MTS
	Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato	
	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da Organismi Internazionali partecipati da Stati	MTS Corporate
*Nota: A decorrere dal 3 marzo 2008 il mercato MTAX è stato accorpato al mercato MTA. Conseguentemente le società quotate nel mercato MTAX sono quotate nel mercato MTA.		

Tabella 3. Elenco dei Sistemi Multilaterali di Negoziazione "MTF"

Società di gestione		Denominazione "MTF"	Codice MIC
E-MID SIM SPA		E-MIDER	EMDR
		E-MID Repo	EMIR
EuroTLX SIM SPA		EUROTLX	ETLX
HI-MTF SIM SPA		HI-MTF	HMTF
		HI-MTF "Order Driven"	HMOD
BORSA ITALIANA SPA		AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE	XAIM
		EXTRAMOT	XMOT
		BORSA ITALIANA TRADING AFTER HOURS	MTAH
MTS SPA		BOND VISION CORPORATE	SSOB

Nel contesto italiano, il Mercato Telematico Azionario si rivolge a società consolidate e mature. Tuttavia, le imprese di media o piccola dimensione⁵ che abbiano la volontà di distinguersi per un modello di governance più attento alle esigenze degli azionisti di minoranza, e ottenere una maggiore liquidità del titolo, hanno la possibilità di richiedere l'accesso al segmento STAR caratterizzato da requisiti di quotazione più

⁵ In riferimento alle imprese di media e piccola dimensione si intende definire società con una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo di euro, ma comunque superiore a 40 milioni di euro.

stringenti in termini di corporate governance, come l'obbligo della presenza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione, di flottante, il quale deve costituire il 35% minimo, invece del 25% previsto per gli altri comparti di mercato e circa il livello di informativa agli investitori.

Ai fini di questo studio l'interesse si focalizza sul Mercato Telematico Azionario (MTA), nel quale sono negoziate le azioni di società quotate e non rivolto al mercato delle obbligazioni, degli strumenti derivati, delle società veicolo e al mercato all'ingrosso di titoli di Stato italiani ed esteri. Anche l'AIM Italia ha ad oggetto la negoziazione di titoli azionari, ma non può essere oggetto dello studio a causa dei requisiti meno stringenti richiesti per l'ammissione alla quotazione, in particolare per l'assenza della previsione del prospetto informativo.

1.2.1. I Requisiti di ammissione al mercato di borsa.

Ai fini dell'ammissione alla Borsa una società deve soddisfare alcuni requisiti di tipo sostanziale e formale. I primi sono dati da un insieme di caratteristiche organizzative, finanziarie e gestionali. L'effettiva presenza di tali requisiti si riferisce principalmente alle potenzialità dell'impresa quotata di generare reddito distribuibile, in relazione alle prestazioni prospettiche attese e non rispetto all'andamento storico. Tale valutazione si basa sull'attrattiva del business aziendale e sulla qualità delle strategie perseguite dalla società; gli elementi principali di giudizio fanno riferimento anche alla struttura manageriale ed organizzativa, al ruolo dell'imprenditore, agli obiettivi e ai piani strategici predisposti. Pertanto, i requisiti sostanziali degli emittenti non sono definiti

formalmente da alcuna norma, ma consistono nella valutazione delle capacità della società emittente.

I requisiti formali sono, al contrario, facilmente identificabili e considerati esplicitamente nei regolamenti dei singoli mercati. Sono connessi ad una logica economico – finanziaria, mediante la quale si cerca di risolvere un trade-off tra la tutela degli azionisti e le esigenze del mercato finanziario.

In particolare, per la quotazione al Mercato Telematico Azionario è necessario che nell'emittente azioni siano rispettati requisiti formali precisi: in primo luogo il Testo Unico della Finanza prevede che la società debba presentare prova della sua esistenza, attraverso l'avvenuta pubblicazione dei bilanci degli ultimi tre esercizi, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile. Tale requisito deve essere rispettato per le società di nuova costituzione o che abbiano subito processi di riorganizzazione aziendale in tempi recenti e che abbiano comportato sostanziali modifiche alla struttura patrimoniale⁶.

La società emittente deve essere una società cosiddetta “attiva”, vale a dire che deve esercitare, direttamente o attraverso le proprie controllate e in condizioni d'autonomia gestionale, un'attività capace di generare ricavi⁷.

⁶ Tale requisito può essere derogato, infatti per Borsa Italiana S.p.A. può essere sufficiente anche un solo bilancio certificato, dunque, le società di recente costituzione possono essere quotate, ma devono avere almeno un anno di vita effettiva.

⁷ Il concetto alla capacità di generare ricavi si riferisce alla redditività prospettica e non più solo alla redditività passata.

Inoltre l'accesso al Mercato Telematico Azionario richiede una capitalizzazione di mercato minima, tuttavia, Borsa Italiana può concedere l'ammissione di azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali strumenti si formerà un mercato sufficiente. Deve sussistere una sufficiente diffusione tra il pubblico in termini di flottante, in particolare il 25 % del capitale corrispondente alla categoria di azioni in esame deve essere ripartito tra il pubblico. Anche in questo caso Borsa Italiana, qualora ritenga che il superamento di tale limite non generi alterazioni delle regole di mercato, può ammettere anche azioni con una diffusione minore tra il pubblico.

Infine, le azioni privilegiate e quelle prive di diritto di voto possono essere ammesse alla quotazione solo se sono già negoziate sul Mercato Telematico Azionario le corrispondenti azioni ordinarie.

Requisiti ulteriori sono richiesti per l'ammissione al segmento Star relativamente alla dimensione della società, alla liquidità, alla *corporate governance* e alla trasparenza ed inoltre devono essere diffuse tra il pubblico almeno per la percentuale del 35 % del capitale.

L' Alternative Investment Market Italia (AIM) è il mercato gestito da Borsa Italiana, indirizzato alle piccole e medie imprese ad alto tasso di crescita. La scelta di quotarsi nell'AIM interessa un numero crescente di imprese in quanto rappresenta una alternativa relativamente semplice e poco costosa per finanziarsi.

L' ammissione all'AIM non richiede infatti criteri minimi e non sono previsti requisiti economico-finanziari specifici né in tema di corporate governance. L'impresa deve

redigere un documento di ammissione, in cui fornisce le informazioni utili per gli investitori circa l'attività della società, il management, agli azionisti e i dati economico-finanziari. Dopo la quotazione non c'è l'obbligo di presentare i resoconti trimestrali di gestione, ma solo il bilancio e la relazione dell'ultimo semestre.

Tuttavia, requisito essenziale per la quotazione all'AIM Italia è la partecipazione del Nomad, una figura che assiste la società dalla fase di ammissione fino a tutto il periodo di permanenza nel mercato, al fine di assicurare che la società sia sempre in grado di rispettare gli adempimenti previsti dal regolamento del mercato.

Nella tabella 4 sono sintetizzate le differenze principali circa i requisiti di ammissione tra Mta e Aim Italia.

Tabella 4. Principali differenze nei requisiti di ammissione tra MTA e AIM.

MTA	AIM ITALIA
REQUISITI DI AMMISSIONE	REQUISITI DI AMMISSIONE
40 Mln/€ capitalizzazione minima	No capitalizzazione minima
25% di flottante (35% per STAR)	10% di flottante
3 anni di esistenza della società	No numero minimo di anni di esistenza
Struttura di governo ispirata al Codice di Autodisciplina	No struttura di governo societario specifica
Principale advisor: Sponsor/ Global Coordinator	Principale advisor: Nomad
DOCUMENTI PER L'AMMISSIONE	DOCUMENTI PER L'AMMISSIONE
Prospetto informativo	Documento di ammissione
QMAT, piano industriale memorandum sul sistema di controllo di gestione, documento di valutazione	Non richiesti altri documenti
3 bilanci certificati	1 bilancio certificato
PROCESSO DI AMMISSIONE	PROCESSO DI AMMISSIONE
<i>Due diligence</i> di Consob per il nulla osta al prospetto informativo	No <i>due diligence</i> da parte di Consob
<i>Due diligence</i> di Borsa Italiana per l'ammissione alla quotazione	No <i>due diligence</i> da parte di Borsa Italiana
ADEMPIMENTI POST QUOTAZIONE	ADEMPIMENTI POST QUOTAZIONE
Resoconti trimestrali	No resoconti trimestrali
Obblighi di informativa di mercato	Obblighi di informativa di mercato
Specialist obbligatorio per il solo segmento STAR	Specialist obbligatorio per il sostegno della liquidità del titolo

Fonte: ns elaborazione da Borsa Italiana

1.2.2. Il prospetto informativo

L'impresa che decide di quotarsi in Borsa è vincolata alla pubblicazione di un prospetto informativo, redatto secondo gli schemi richiesti dalla Consob. Il prospetto fornisce informazioni riguardanti la società, circa la condizione economico-finanziaria, la posizione rispetto alla concorrenza, la composizione del management, gli obiettivi e strategie perseguite dalla stessa; il prospetto descrive anche la struttura dell'offerta, definendo la quantità e l'intervallo del prezzo preliminare proposto e una serie dettagliata di informazioni riguardanti le modalità dell'offerta, insieme all'indicazione dei soggetti che affiancheranno l'impresa durante il processo di quotazione.

I prospetti sono prodotti con il fine di rappresentare le prospettive future dell'azienda, gli obiettivi, le strategie seguite e informare circa le risorse e le capacità di cui essa dispone per poter ottenere e mantenere un vantaggio competitivo nel lungo periodo. In tal modo si differenziano dai report tradizionali i quali hanno il fine di illustrare in linea generale la performance dell'impresa. L'utilizzo del prospetto rende possibile superare la semplice rappresentazione dei risultati raggiunti divulgando le informazioni che rappresentano le basi del proprio successo, del processo di creazione di ricchezza ad investitori e analisti al fine di incrementare la crescita e la ricchezza degli shareholder mostrando informazioni sia finanziarie che non finanziarie utili per la valutazione del valore di mercato.

La redazione del prospetto è obbligatoria, ma la quantità e la profondità dell'informazione sono a discrezione della società emittente. Il livello di disclosure obbligatoria che le imprese sono tenute a comunicare non è sufficiente a fornire

un'immagine vera e reale dell'impresa, del suo valore corrente e delle previsioni circa il futuro: per questo motivo è necessaria una disclosure volontaria supplementare. La pubblicazione del prospetto rappresenta proprio l'opportunità unica di analizzare il tipo e la quantità di informazione volontaria prodotta dalle imprese stesse. Essendo i manager incentivati a presentare, a raffigurare l'azienda nel migliore dei modi al fine di massimizzare il processo di emissione di titoli, sarà loro premura fornire più informazioni possibili riguardanti le leve di cui l'azienda dispone per aumentare il proprio valore. I report prodotti dovranno perciò fornire informazioni circa le capacità e le competenze dei dipendenti, le abilità del management, la capacità finanziaria dell'azienda, la performance attuale e le previsioni circa quella futura ed altri asset posseduti dall'impresa stessa che permettono di crescere e aumentare la ricchezza dei propri shareholders al fine di dimostrare agli investitori che investire nella stessa permetterà loro di ottenere un rendimento certo.

In questo modo, da un lato l'azienda fornisce informazioni utili agli investitori per elaborare un giudizio sul prezzo delle azioni, in modo che tale stima sia più vicina possibile al valore vero della società, dall'altro l'azienda a sua volta raccoglie informazioni importanti rispetto all'interesse da parte del mercato.

Figura 1. Il frontespizio del prospetto informativo relativo ad una IPO in Borsa Italiana



1.3. I soggetti coinvolti nel processo di IPO

Alle diverse fasi della quotazione prende parte una serie di soggetti che affiancano la società emittente allo scopo di pianificare l'intera operazione ed analizzare tutte le conseguenze che la quotazione potrebbe avere sulla propria organizzazione interna e il proprio business, con il fine di rendere l'operazione di quotazione un successo. La società assume consulenti finanziari e legali, società di revisione e società di comunicazione, inoltre, vengono scelti anche uno o più intermediari finanziari, allo scopo di sottoscrivere l'emissione, per questo motivo prendono il nome di *underwriter*.

I differenti soggetti intervengono nel corso delle varie fasi della quotazione, il timing del loro ingresso nel procedimento è influenzato da numerose variabili, sia più generali di mercato sia più specifiche, riguardanti la Società e le caratteristiche della quotazione.

La prima figura coinvolta nel processo è quella dell'*advisor*. L'*advisor* è il consulente finanziario principale che affianca l'emittente nello svolgimento di tutte le fasi della quotazione. Tale figura non è imposta dall'ordinamento, ma è consigliata nel caso in cui l'azienda non abbia al proprio interno le competenze necessarie a guidare l'impresa durante il processo di quotazione. Oltre ad assistere il *global coordinator* nell'analisi della fattibilità della quotazione, sceglie le caratteristiche dei titoli da emettere, coordina l'operazione, gestisce i rapporti con i soggetti e gli organismi di mercato e promuove la figura dell'emittente. Assiste la società nella redazione del prospetto

informativo in cui si definisce la struttura dell'offerta e la valutazione dell'emittente al fine di definire il prezzo di offerta finale.

Lo *sponsor* è una figura obbligatoria ed è rappresentato da soggetto esterno al gruppo dell'emittente, il quale ha il compito di riferire alla società che si occupa dell'organizzazione e della gestione del mercato di borsa, tutte le informazioni circa l'emittente, rilevanti ai fini dell'ammissione alla quotazione. Deve attestare di aver comunicato all'azienda emittente gli obblighi derivanti dalla quotazione e verificare che la stessa utilizzi procedure contabili e amministrative adeguate. Allo *sponsor* spetta la dichiarazione di sostenere la quotazione dell'emittente in seguito alla analisi delle prospettive economiche e finanziarie della stessa e dopo la quotazione ha l'onere di organizzare riunioni tra il management e gli investitori istituzionali e produrre report circa la situazione della società almeno due volte l'anno. L'attività di sponsor può essere esercitata dalle banche, nonché le imprese d'investimento e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario. Non può assumere tale ruolo chi finanzia o partecipa nella società oltre certe soglie. Lo *sponsor* può assumere il ruolo di *global coordinator* e di *advisor*.

Il *global coordinator* o *lead underwriter*, ha il compito di organizzare e dirigere l'operazione, in particolare valuta la fattibilità dell'IPO e può svolgere la funzione di *specialist* nella fase di preparazione dell'offerta. Cura inoltre le relazioni con gli investitori, dalla fase di *road show* all'inizio delle negoziazioni e nei giorni successivi alla quotazione interviene in caso di necessaria stabilizzazione del prezzo.

Il consulente legale assiste l'emittente per quanto concerne la predisposizione della documentazione richiesta dalla normativa, in particolare nella redazione dei contratti con lo *sponsor*, l'*advisor* e degli accordi di non divulgazione (*confidentiality agreements*) con le varie parti. La società di revisione provvede alla certificazione dei bilanci dell'emittente e controlla la pianificazione aziendale e l'accuratezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo.

La società di pubbliche relazioni è incaricata di gestire la promozione della quotazione con la maggiore efficacia possibile e si occupa anche dell'organizzazione del *road show*.

Un'altra figura chiave del processo di quotazione è lo *specialist*, il quale spesso coincide con la figura dello *sponsor*, ed ha il ruolo di mantenere la liquidità del titolo nel mercato, e dunque l'impegno di offrire una determinata quantità giornaliera, mantenendo il *bid ask spread* tra le proposte di acquisto e vendita, inferiore a quello prestabilito dal regolamento del mercato di borsa.

Durante la fase di negoziazione delle azioni quotate è rilevante anche il ruolo dell'*investor relator*, il quale funge da tramite con il mercato, per comunicare agli analisti informazioni rilevanti, in modo chiaro e sintetico, attraverso l'organizzazione di incontri post quotazione e altri strumenti come l'aggiornamento del sito web, incontri programmati con i media e visite organizzate degli investitori istituzionali presso l'azienda.

Infine le figure istituzionali coinvolte nel processo di quotazione sono l'autorità che disciplina il processo di quotazione in generale e che delibera l'ammissione

dell'emittente alla quotazione (in Italia la Consob) e il gestore del mercato, il quale norma il mercato specifico (in Italia Borsa Italiana).

La scelta dei soggetti che assistono l'azienda nell'operazione di quotazione è di notevole rilevanza, in particolar modo la selezione dell'underwriter assume un ruolo strategico per il successo dell'IPO. I fattori che influiscono su tale decisione sono costituiti principalmente dalla reputazione e dall'esperienza dell'intermediario, e dalla rete di relazioni possedute all'interno del sistema. Il contratto tipico che caratterizza l'underwriting è il *firm commitment*, secondo il quale l'underwriter acquista tutte le azioni dell'IPO e le rivende al pubblico realizzando un guadagno definito *gross spread*. Acquistando le azioni, l'underwriter fornisce e garantisce la liquidità al mercato secondario e vende le azioni al pubblico. Il ruolo di tali soggetti è cruciale in quanto hanno accesso a numerosi canali per raggiungere il mercato e collocare le azioni agli investitori. Il *lead manager* svolge il ruolo più importante nell'IPO in quanto si occupa di organizzare il *pricing* e la distribuzione dei titoli, radunando un gruppo di *underwriter* che venderanno le azioni al pubblico.

Assumere *underwriter* prestigiosi può avere anche l'effetto di certificare la qualità dell'IPO (Carter e Manaster, 1990), inoltre assicurano che la società emittente sia conforme ai requisiti imposti dalla autorità di vigilanza.

Un ruolo importante è svolto anche dagli investitori istituzionali come i Fondi, *Limited Trust* e soprattutto i *Venture Capitalist* (VC), esperti nel campo di raccolta dei fondi da parte di un'impresa (Sahlman, 1990; Gompers e Lerner, 1999). Tali soggetti hanno la capacità di valutare al meglio le compagnie e intraprendere un monitoraggio

attivo e un'attività di consulenza; in tal modo le IPO seguite dai VC risultano più profittevoli sia nel breve che nel lungo periodo (Baker e Gompers, 2003), tuttavia in Italia la presenza del VC è ridotta rispetto al resto d'Europa e degli Stati Uniti (Delle Vedove Giudici e Randone, 2005).

1.4. Le fasi dell'operazione di IPO

La quotazione non è un'operazione standard per ogni azienda, ma risulta caratterizzata da tempistiche ed esigenze differenti legate, ad esempio, al settore di appartenenza, la dimensione dell'azienda e per la portata dell'emissione (Borsa Italiana, 2001).

Il processo inizia con l'attività istruttoria, che si apre con la domanda di ammissione al mercato di Borsa. La società, con l'assistenza dello *sponsor* e dei consulenti legali, presenta alla società incaricata di gestire il mercato di Borsa, la domanda di ammissione alla quotazione ed una serie di documenti volti a favorire una migliore conoscenza possibile della società e a garantire il funzionamento del controllo di gestione. Tra i documenti richiesti di importanza rilevante sono il *Budget* e il *Business Plan*, i quali permettono di valutare le prospettive di crescita aziendali. Il *Quotation Management Admission Test* (QMAT) dà la possibilità alla società di gestione del mercato, di inquadrare il modello di business della Società, il settore di riferimento e di identificare gli *stakeholder* rilevanti. Attraverso il *Management Information System* (MIS) si verifica l'adeguatezza e l'affidabilità del sistema di controllo di gestione della società; infine, il documento di valutazione preparato dallo *sponsor*

descrive le metodologie di valutazione ritenute idonee ad esprimere il valore della società emittente.

Contestualmente alla domanda di ammissione, la società presenta all'autorità di vigilanza il Prospetto Informativo redatto secondo la normativa. Il procedimento di istruttoria si chiude con il provvedimento di ammissione alle negoziazioni da parte della società di gestione del mercato e il rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo da parte dell'autorità di vigilanza.

Una volta ricevuta l'ammissione, inizia l'attività di marketing nel corso della quale il management presenta la società agli analisti del consorzio di banche incaricate del collocamento, fornendo indicazioni circa la gestione attuale e prospettica della società ed il mercato di riferimento. Gli analisti svolgono una ricerca, che rappresenta una fonte di informazioni indipendente ed è l'unico riferimento per gli investitori istituzionali fino alla pubblicazione del Prospetto Informativo. La ricerca viene pubblicata circa due settimane dopo *l'Analyst Presentation*, dando avvio alla fase di pre-marketing dell'operazione.

Il pre-marketing è il processo con cui gli analisti, dopo aver pubblicato la ricerca, incontrano un numero selezionato di investitori istituzionali per avere una prima valutazione. Questa fase ha durata indicativa di circa 2 settimane, al termine del quale l'emittente e il *Global Coordinator* tengono un incontro formale per esaminare il feedback ricevuto dagli investitori in termini di domanda potenziale e per rispondere a domande circa i punti di forza e di debolezza della società. Tale riscontro è utilizzato

per determinare un *range* di prezzo indicativo con cui effettuare il bookbuilding e per organizzare il *road show*.

Successivamente al processo di pre-marketing e terminata l'istruttoria, la società viene presentata nelle principali piazze finanziarie internazionali agli investitori istituzionali, mediante il *road show*. Contemporaneamente al *road show* si svolge il bookbuilding; il bookbuilding rappresenta il processo durante il quale vengono raccolte le manifestazioni di interesse, in termini di quantità e prezzo, da parte degli investitori istituzionali, costituisce uno strumento efficace in termini di formazione del prezzo in quanto consente di utilizzare pienamente le informazioni fornite dal mercato, consentendo di ridurre le asimmetrie informative e stabilire un Prezzo di Offerta ad un livello che assicuri, tra l'altro, un andamento positivo del titolo nell'*aftermarket*.

Successivamente, con l'Offerta Pubblica, sono raccolte le adesioni provenienti dal pubblico *retail*, la cui eventuale decisione di investimento deve essere basata sul Prospetto Informativo.

La domanda *retail* viene raccolta su quantità prefissate, pari al cd. lotto minimo o suoi multipli. Gli investitori *retail* non possono fornire un'indicazione soggettiva di prezzo, ma l'adesione viene effettuata sulla base del cosiddetto prezzo massimo, generalmente coincidente con il livello superiore del *range* di prezzo indicativo con cui viene condotto il *bookbuilding* istituzionale.

Al termine dell'Offerta Globale viene fissato il Prezzo di Offerta, unico per l'Offerta Pubblica e l'Offerta Istituzionale. Tale prezzo viene determinato sulla base della

qualità e della quantità della domanda pervenuta nell'Offerta Istituzionale, della quantità della domanda pervenuta nell'Offerta Pubblica e delle condizioni di mercato.

Al termine del bookbuilding l'emittente, sentito il *Global Coordinator*, stabilisce a quali investitori istituzionali assegnare le azioni. Le assegnazioni si basano in genere su criteri come la qualità dell'investitore, la tendenza a mantenere i titoli in portafoglio per un lungo periodo, le potenzialità di acquisto nell'*aftermarket*, il *timing* dell'ordine, il livello di coinvolgimento dell'investitore nel processo di offerta (pre-marketing e *road show*), la dimensione dell'ordine e l'ammontare del patrimonio gestito.

Nell'ultima fase dell'IPO, una volta che gli investitori hanno ottenuto i titoli dell'azienda emittente nel mercato primario, tali soggetti possono liquidare gli stessi titoli attraverso una vendita in Borsa (nel mercato secondario). In questa occasione si verifica l'effettivo successo o meno dell'operazione di IPO.

Successivamente il prezzo fissato in sede di prima quotazione può subire delle modifiche di valore in relazione alle fluttuazioni delle aspettative del mercato.

Capitolo 2.

La letteratura in tema di pricing dell'IPO nel breve termine

2.1. Il pricing dell'IPO

La scelta del prezzo ottimale è una parte cruciale nel processo di IPO, un prezzo relativamente basso sarebbe positivo per gli investitori, ma non conveniente per gli azionisti già esistenti in quanto tali soggetti dovrebbero vendere azioni ad un prezzo ridotto, trasferendo ricchezza aggiuntiva agli acquirenti; d'altra parte un prezzo relativamente alto potrebbe non essere accettato dagli investitori causando l'insuccesso dell'IPO.

Il prezzo di offerta può essere stabilito con modalità differenti⁸: si può fissare un prezzo fisso nel prospetto informativo, procedere ad un'asta discendente o prevedere un range di prezzo (asta aperta). Dal 1980 fino ai primi anni '90, per la maggior parte delle IPO in Italia veniva stabilito un prezzo fisso dopo la pubblicazione del prospetto informativo e un periodo di raccolta di informazioni. Nel caso italiano (Dalle Vedove e Giudici, 2006), in linea con la maggior parte dei mercati internazionali (Benveniste e Busaba, 1997; Derrien e Womack, 2003), le IPO ad asta e a prezzo fisso, molto diffusi fino agli anni '90, sono state sostituite dal metodo secondo il quale agli investitori iniziali viene proposto un intervallo di prezzo nel prospetto informativo, invece che un mero prezzo fisso. Al contrario del bookbuilding a prezzo fisso, in cui le offerte

⁸ Per una disamina delle varie metodologie di IPO in Italia si veda Cogliati, Paleari e Vismara, 2011.

sono proposte dopo aver stabilito il prezzo finale, con il bookbuilding che prevede un range di prezzo il prezzo finale è stabilito dopo che tutte le offerte sono state presentate, in questo caso gli investitori non sono a conoscenza del prezzo effettivo al momento dell'acquisto. Una volta fissato il prezzo le azioni vengono allocate in base alle richieste ricevute dagli investitori retail e istituzionali.

Dalle analisi recenti, si evince che l'azienda emittente tende a posporre più possibile la decisione del prezzo di offerta finale, in modo da incorporare nella decisione tutte le informazioni prodotte nella fase di bookbuilding preliminare riguardo da domanda di azioni e l'andamento del mercato (Delle Vedove, Giudici, Randone 2005).

2.1.1. Il processo di determinazione del valore di una società in fase di quotazione

La valutazione preliminare ad un'operazione di quotazione in borsa contribuisce al processo di pricing dei titoli da collocare. La stima del valore di una azienda può avvenire tramite l'utilizzo di metodi differenti, dal criterio con cui viene condotta questa fase dipende il successo dell'operazione.

I criteri più diffusi sono basati sulla determinazione analitica del valore degli asset dell'azienda (metodo patrimoniale), sulla determinazione del risultato economico normalizzato (metodo reddituale) e su metodi misti. Il primo approccio presuppone che il capitale di un'azienda corrisponda al patrimonio netto rettificato, dato dalla somma del valore corrente degli asset meno il valore del capitale di terzi. Il metodo reddituale prevede invece la determinazione di un reddito attualizzato, con il modello della rendita perpetua, ad un tasso di rendimento espressivo del rischio specifico

aziendale. Il metodo misto infine stima il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato un valore dato dall'attualizzazione dei redditi futuri in eccesso che la società è in grado di generare rispetto ai risultati medi del settore (goodwill).

I principali approcci utilizzati sono il metodo del *Discounted Cash Flow* e il metodo dei Multipli di Mercato. Il primo ipotizza che il valore di un investimento, e quindi anche di quello di una azienda, dipenda dalla sua capacità di generare flussi finanziari che remunerino in modo adeguato il capitale investito; tale valutazione implica la stima dei flussi finanziari e richiede una serie di ipotesi soggettive del valutatore che devono essere motivate nel documento di valutazione.

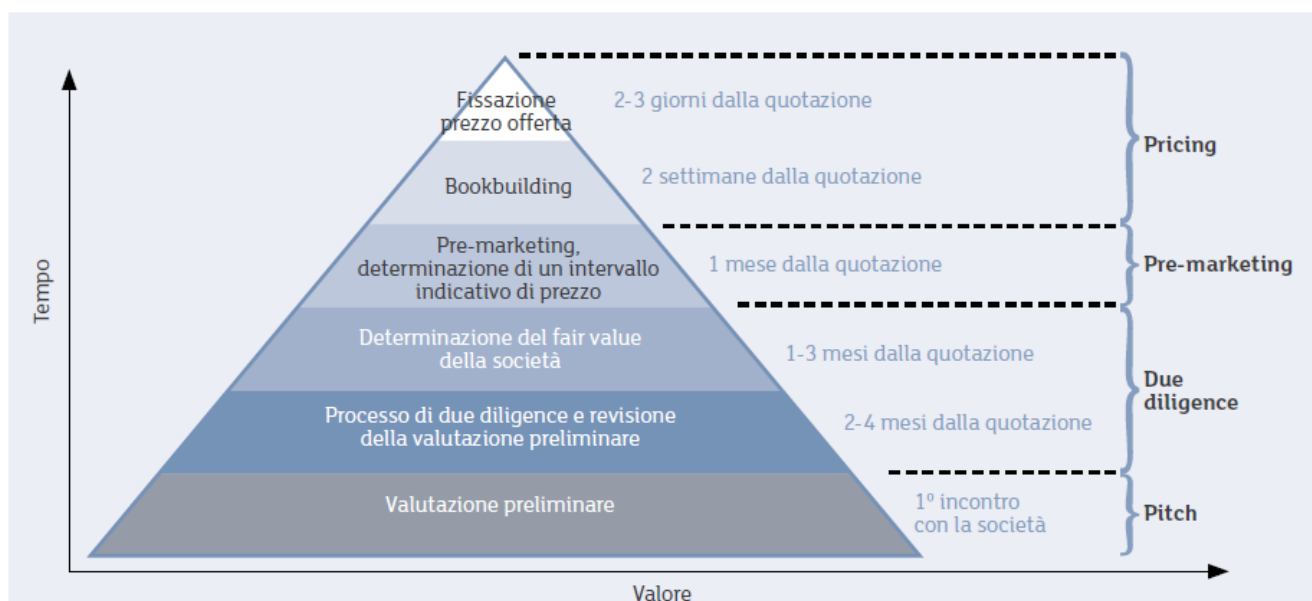
Il metodo dei multipli di mercato presume che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche simili a quella oggetto di valutazione. Si calcolano dunque dei moltiplicatori calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. Tali indicatori vengono applicati alle grandezze corrispondenti della società oggetto di valutazione, al fine di determinare il valore che il mercato attribuisce alla società che intende quotarsi.

Dunque le prime considerazioni sulla valutazione del valore di una azienda sono riconducibili alla metodologia di attualizzazione dei flussi di dividendi e altre

metodologie simili⁹ (Kim e Ritter, 1999) oltre che ad alcune considerazioni sull'andamento generale del mercato.

Successivamente, le fasi in cui si articola la determinazione del valore della società emittente sono principalmente quattro e sono caratterizzate da continui aggiornamenti, a partire da un intervallo di valori più ampio, fino alla fissazione del prezzo di offerta vero e proprio, sulla base dei dati e delle informazioni sempre più dettagliate circa l'attività dell'impresa e le sue prospettive future. La stima tiene conto progressivamente delle informazioni aggiuntive fornite dagli investitori nella fase di pre-marketing e dall'andamento del mercato. Tale procedimento può essere rappresentato come una piramide sugli assi del tempo e del valore, come rappresentato nella figura 2.

Figura 2. La piramide del valore



Fonte: JPMorgan

⁹ Per una rassegna delle metodologie di valutazione delle IPO in Italia si veda Cassia, Paleari e Vismara, 2002).

Il pich è la fase in cui la società seleziona l'intermediario che la affianca durante la quotazione. A questo stadio dell'analisi sono le banche d'affari che presentano una proposta per ricevere l'incarico di sponsor e global coordinator, la quale include generalmente una valutazione preliminare della società emittente. Tale stima, presentata circa quattro o cinque mesi prima della quotazione, rappresenta il valore più generico del processo. La valutazione viene effettuata senza la conoscenza dettagliata del piano industriale e dei risultati della *due diligence* svolta dalla banca d'investimento una volta ricevuto l'incarico. L'azienda dunque, come argomentato precedentemente, sceglie l'intermediario dando maggiore rilevanza alla reputazione dello stesso, piuttosto che al valore proposto.

La seconda fase è la *due diligence*, nel corso della quale la banca d'investimento, dopo aver analizzato il piano industriale, presenta alla società un primo *range* di valori, con cui esprime la stima del *range*, espressione del valore del capitale della società. Tale valutazione non tiene conto di altre indicazioni provenienti dall'attività di pre-marketing; durante questa fase viene predisposto il Documento di Valutazione, il quale costituisce parte integrante della domanda di ammissione alla quotazione.

Nella fase di pre-marketing, la banca d'affari riceve un riscontro circa il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare. L'underwriter si confronta con la società emittente e con gli eventuali azionisti venditori e giunge alla definizione del *range* indicativo del prezzo massimo. Tale prezzo è influenzato anche dalle ricerche pubblicate degli analisti del Consorzio di banche incaricate al collocamento e

costituisce il riferimento per la fase successiva, il bookbuilding ovvero la raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali e retail.

La fase di pricing vera e propria è quella del bookbuilding, durante la quale gli investitori istituzionali comunicano le manifestazioni d'interesse all'acquisto. Il prezzo di offerta viene individuato considerando il numero di azioni richieste e il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali.

Il prezzo così determinato è dunque frutto della valutazione realizzata dallo Sponsor dell'operazione che assiste la Società, la quale viene progressivamente aggiustata attraverso l'attività di marketing e il risultato finale dipende in gran parte dalla capacità dell'emittente di comunicare al mercato la propria qualità.

La revisione del prezzo finale rispetto al *range* indicato nel prospetto riflette le informazioni che sono raccolte durante la fase pre-IPO. La letteratura indica che tale aggiustamento è spesso parziale nel senso che non include tutte le informazioni (pubbliche e private) reperite dall'azienda emittente e dagli intermediari finanziari coinvolti (Benveniste e Spindt, 1989; Hanley, 1993).

Inoltre, la determinazione del prezzo di collocamento dà luogo ad una performance mediamente superiore rispetto a quello di partenza, generando il cosiddetto underpricing, che rappresenta un costo opportunità per l'azienda la quale avrebbe potuto fissare il prezzo ad un livello più elevato, raccogliendo una maggiore quantità di risorse.

2.1.2. Il price adjustment

La differenza percentuale fra il prezzo di offerta finale ed il prezzo medio proposto nel bookbuilding *range* rappresenta l'aggiustamento di prezzo (Price Adjustment). La prima spiegazione al fenomeno dell'aggiustamento parziale del prezzo di offerta è avanzata dalla teoria dell'*information gathering*, secondo cui, durante la fase di sottoscrizione, l'underwriter raccoglie informazioni private dagli investitori istituzionali e concede una forma di sconto per rivelare informazioni sul valore percepito dell'emittente (Benveniste e Spindt, 1989). Il prezzo finale di offerta viene infatti stabilito dall'underwriter e dalla società emittente sulla base delle informazioni rilevanti raccolte (*gathered*) attraverso le indicazioni di interesse e le offerte speculative da parte degli investitori istituzionali. Nel corso di questo processo un ruolo importante è attribuito anche dal *range* di prezzo: più incertezza caratterizza l'underwriter circa il successo dell'IPO, più ampio sarà il price *range* (Oehler et al., 2005). Hanley (1993) mostra che più ampio è il *range* di prezzo, più ottimistica è la revisione del prezzo di offerta, suggerendo che gli intermediari intenzionalmente non incorporano tutte le notizie positive nel fissare il prezzo dell'IPO. La stessa autrice mostra che la fissazione del prezzo di offerta finale al di sopra del punto medio del *range*, rappresenta un segnale positivo per il mercato. Loughran e Ritter (2002) trovano inoltre che le emissioni in cui il prezzo di offerta viene fissato al di sotto del punto medio del *range*, la media dei rendimenti del primo giorno è del 4%, mentre nelle emissioni prezzate nella parte superiore del *range* la media dei rendimenti è 32% (l'underpricing è maggiore quando il prezzo è fissato al livello superiore). Al contrario,

quando l'offerta è fissata al di sotto del *range*, tale decisione è vista come un segnale negativo per gli investitori durante la fase di offerta preliminare (Cassia et al., 2004). Benveniste e Spindt (1989) dimostrano che il bookbuilding induce a rivelare informazioni veritiere sul valore dell'azienda, in quanto l'underwriter potrebbe discriminare gli investitori e ricompensare i più ottimisti nell'assegnare le azioni. Al fine di ridurre il rischio che gli investitori istituzionali possano cancellare l'ordine per cui avevano dichiarato interesse, è possibile per l'emittente prevedere una opzione *greenshoe*. Tale strumento è detto anche *overallotment option* in quanto fornisce la facoltà di aumentare la dimensione dell'offerta al momento della quotazione; nel caso in cui ci sia una forte domanda di titoli, ed il prezzo tenda a salire, l'opzione *greenshoe* permette all'underwriter di vendere una porzione extra di azioni al prezzo di offerta in modo da raccogliere un ammontare di risorse maggiore di quello pianificato per l'azienda e, allo stesso tempo, di aumentare la propria remunerazione che dipende dal numero di titoli collocati. L'opzione *greenshoe* può servire anche per stabilizzare il prezzo delle azioni nei primi giorni di negoziazione (Boreiko e Lombardo, 2011). L'esercizio della clausola *greenshoe* può permettere di manipolare il prezzo del titolo e provocare una diluizione della quota di partecipazione al capitale sociale, pertanto le regole che ne definiscono l'esercizio sono inserite nel prospetto informativo a norma di legge.

Un'altra clausola che può essere prevista è l'accordo di *lock-up*, secondo la quale alcuni azionisti (cosiddetti 'interni'¹⁰) si impegnano a non vendere il loro portafoglio azionario entro un certo periodo di tempo che segue la quotazione. Tale impegno segnala le aspettative positive degli investitori interni riguardo al valore futuro dell'azienda e riduce il rischio di una vendita opportunistica nel caso di una temporanea sopravvalutazione della società nel breve periodo. Anche la clausola di lock-up è uno strumento per la stabilizzazione del prezzo di mercato, in quanto previene una pressione eccessiva dalla parte dell'offerta; in tal modo gli investitori interni non possono sfruttare le proprie conoscenze riguardo la qualità dell'azienda, fintanto che, nel lungo periodo, le contrattazioni nel mercato potranno ridurre l'asimmetria informativa esistente al momento dell'IPO (Delle Vedove, Giudici, Randone 2005).

2.1.3. Il fenomeno dei rendimenti iniziali positivi

L'evidenza empirica mostra la tendenza delle azioni ad essere inizialmente sottovalutate, nel senso che i prezzi subiscono un forte aumento nel corso del primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta fissato dall'underwriter risulta essere inferiore al valore effettivo della compagnia percepito dagli operatori del mercato. Il fenomeno dell'underpricing ha interessato molti economisti finanziari, tra i primi Logue (1973) e Ibbotson (1975). Gli studi mostrano come spesso le aziende che si

¹⁰ Gli azionisti interni esercitano in prima persona il governo economico dell'azienda.

quotano siano *sottovalutate* nel mercato primario, così, una volta che gli investitori istituzionali ottengono i titoli nel mercato primario, possono liquidarli nel mercato secondario; tale attività produce una differenza tra il prezzo di offerta dell'IPO e il prezzo che si genera nel mercato secondario nel primo giorno di negoziazione. Loughran, Ritter e Kydqvist (1994, aggiornato 2014) mostrano le performance di breve e lungo periodo delle aziende quotate in diversi paesi operando una classificazione tra mercati avanzati e mercati emergenti sulla base di parametri specificati da FTSE, Standard & Poor's, MSCI, Dow Jones e Russell. Lo studio evidenzia che, in media, il livello di underpricing è superiore nei paesi emergenti rispetto agli sviluppati (rispettivamente 41,72% e 16,85%). Il motivo potrebbe essere costituito dal maggior rischio paese cui le imprese di tali stati sono soggette. Maggiore è il rischio, più grande è lo sconto che l'investitore chiede per le azioni.

L'aumento del prezzo dei titoli nel corso del primo giorno di negoziazione può derivare da diversi fattori (o dalla combinazione di alcuni di essi). Il primo si identifica in una errata valutazione del valore dell'azienda nel momento della fase di pricing dell'IPO (Logue, 1973 e Ibbotson, 1975). Un secondo fattore può essere legato ad una tecnica di promozione del titolo: all'aumentare dello sconto sul prezzo aumenta il numero di azionisti che richiedono le azioni (Benveniste e Spindt, 1989; Sherman e Titman, 2002; Loughran e Ritter, 2000). Infine la ragione dell'underpricing potrebbe consistere nella volontà da parte dell'underwriter di fissare un prezzo deliberatamente più basso rispetto al valore stimato al fine di ottenere un guadagno maggiore (ad

esempio derivante da accordi con gli operatori istituzionali) (Ritter e Zhang, 2007; Hanley, 1993).

La letteratura degli ultimi decenni ha prodotto numerosi tentativi di spiegare il fenomeno dell'underpricing. In particolare il lavoro di Ljungqvist (2007) propone un raggruppamento delle teorie più diffuse in quattro filoni principali: il primo lega l'esistenza dell'underpricing alle asimmetrie informative (Rock, 1986; Allen and Faulhaber, 1989; Grinblatt and Hwang, 1989 and Welch, 1989) il secondo fa riferimento a ragioni istituzionali (Logue, 1973; Ibboston, 1975), il terzo avanza una connessione a questioni di controllo (Brennan and Franks, 1997; Grossman and Hart, 1980) e, infine, si sviluppa un approccio di tipo comportamentale (Ljungqvist, Nanda & Singh, 2004; Loughran & Ritter, 2002).

La tabella 5 fa riferimento allo studio di Loughran et al. (2012) i quali documentano i dati dei ritorni iniziali medi per 49 paesi, rendendo possibile la comparazione del fenomeno.

Tabella 5. Media dei rendimenti iniziali di 48 paesi

Argentina	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1562	1976-2011	21.8%
Austria	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.3%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart; DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.1%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.7%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2102	1990-2010	137.4%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	66	1999-2011	20.8%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.4%
Egypt	Omran	53	1990-2000	8.4%
Finland	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Germany	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.2%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.8%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1259	1980-2010	15.4%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	1946	1990-2011	88.5%
Indonesia	Suherman	386	1990-2011	25.7%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.4%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3100	1970-2010	40.4%

Jordan	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1593	1980-2010	61.6%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10%
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Nigeria	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Norway	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Philippines	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Poland	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Portugal	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Russia	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.5%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.1%
South Africa	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Sweden	Rydqvist; Schuster; Simonov; de Ridder	406	1980-2011	26.1%
Switzerland	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Taiwan	Chen	1312	1980-2006	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	450	1987-2007	36.6%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.3%
United Kingdom	Dimson; Levis	4877	1959-2011	16.1%
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12246	1960-2011	16.8%

Fonte: Loughran et al. (2012)

2.2. Le teorie dell'Underpricing

Il filone maggiormente esplicativo è quello riferito all'asimmetria informativa. Ciò nonostante sembra che lo stesso non sia sufficiente a spiegare le notevoli somme di denaro che in determinati periodi storici sono state "lasciate sul tavolo". Alcune riserve vi sono anche con riferimento al filone istituzionale, poiché lo stesso spiega il fenomeno dell'underpricing solo da un punto di analisi locale. Per quel che concerne invece il terzo e quarto filone di ricerca essi sono ancora in una fase di elaborazione anche se le evidenze empiriche finora raccolte supportano le relative teorie (Ljungqvist, 2007).

2.2.1. Le teorie basate sulle asimmetrie informative

La teoria più importante e maggiormente radicata è quella riferita alle asimmetrie informative che ha come presupposto l'esistenza di una divergenza tra le informazioni possedute dai diversi soggetti coinvolti nel processo di IPO, riassumibili nella figura dell'emittente, dell'underwriter e degli investitori (Welch, 1989; Rock, 1986; Rock e Beatty, 1986). A seconda di chi sia il soggetto maggiormente informato questo filone si caratterizza per una ulteriore classificazione interna. Nella specifico si distingue la teoria "Winner's Curse" anche conosciuta come "Maledizione del Vincitore" (Rock, 1986), la teoria "Information Revelation" (Benveniste&Spindt, 1989; Benveniste&Wilhelm, 1990; Spatt&Srivastava, 1991), la teoria "Principale-Agente" (Baron, 1982; Baron&Holmström, 1980) e la "Teoria della Segnalazione" (Allen&Faulhaber, 1989; Grinblatt&Hwang, 1989; Ibbotson 1975; Welch, 1989).

Il modello ad asimmetria informativa più conosciuto è quello di Rock (1986) il quale sostiene che la disparità informativa esiste all'interno della categoria degli investitori, basando la sua affermazione a partire dal concetto del "Mercato dei Limoni" di Akerlof (1970). Secondo tale modello alcuni investitori sono meglio informati di altri circa le prospettive e le qualità dell'impresa emittente e quindi rispetto al valore reale delle azioni ammesse alla quotazione, grazie ad una costosa attività di ricerca. Dunque gli investitori informati domandano azioni solo per IPO prezzate in maniera interessante, mentre i male informati domandano azioni in maniera indiscriminata, in quanto non in grado di distinguerle. In tal modo si rivela la cosiddetta "maledizione del vincitore" per gli investitori disinformati: nel caso estremo, i disinformati sono completamente razionati in un'IPO *underpriced* e ricevono il 100% delle quote in un'IPO *overpriced*, con conseguenti rendimenti medi negativi. Una volta subita tale perdita, gli investitori meno informati, non sono più disposti a prendere parte ad ulteriori IPO in modo per evitare la possibilità di registrare rendimenti negativi a seguito dell'investimento del proprio capitale in IPO sbagliate. Tuttavia Rock (1986) afferma che il mercato primario dipende dalla continua partecipazione degli investitori disinformati, in quanto la domanda degli informati non è sufficiente per assorbire tutte le azioni in offerta, anche nelle sole offerte interessanti. Quindi il prezzo di offerta deve essere tenuto appositamente più basso, per indurre i non informati a partecipare.

Un'altra teoria legata al modello dell'asimmetria informativa è quella riferita all'*Information Revelation*. In questo caso la predominanza informativa appartiene alla categoria degli investitori nei confronti dell'underwriter. Tale teoria si basa

sull'assunto che il prezzo sia fissato con il metodo bookbuilding¹¹, al contrario di Rock (1986) il quale assume che il prezzo sia individuato tramite il processo di fixed price e le azioni siano collocate tra il pubblico di investitori con un sistema proporzionale. La fase di bookbuilding consente agli underwriter di ottenere indicazioni di interesse dagli investitori, e di poterle utilizzare per stabilire il prezzo da proporre. Se, come afferma Rock (1986), l'asimmetria informativa è presente nel mercato, carpire tali informazioni prima di stabilire il prezzo diviene uno dei compiti fondamentali per la banca d'investimento nel momento in cui la società si quota poiché permettono di formulare un prezzo di collocamento il più possibile vicino al *fair value*, consentendo al contempo di perdere il minor importo di capitale possibile. In assenza di incentivi, rivelare informazioni positive agli underwriter sarebbe controproducente per gli investitori, perché si tradurrebbe in un'offerta di prezzo più alta e, quindi, in un profitto più basso per gli investitori informati. C'è invece incentivo a falsificare informazioni positive per indurre l'emittente a fissare un prezzo di offerta più basso. Infatti, le informazioni rivelate permetterebbero al prezzo di collocamento di essere fissato maggiormente vicino a quello equo, andando quindi a vantaggio dell'impresa emittente in termini di minor danno monetario in sede di IPO, d'altra parte costringerebbe i futuri azionisti a pagare una cifra più alta di quella che avrebbero dovuto versare in caso di rilevazioni scorrette, pertanto gli stessi otterrebbero un

¹¹ Nel corso degli anni, come si ha avuto modo di sottolineare precedentemente, il bookbuilding ha acquisito una sempre maggiore popolarità: proprio per questo motivo era necessario proporre studi teorici che ne tenessero debitamente considerazione.

minor profitto, oltre che nessuna ricompensa per il sostenimento della costosa attività informativa attraverso la quale erano stati in grado di formulare una propria opinione sul valore dell'impresa. La sfida per l'underwriter e per la società emittente è, quindi, progettare un meccanismo che induca gli investitori a rivelare le loro informazioni in maniera veritiera, in modo tale che venga raggiunto il loro migliore interesse. Benveniste e Spindt (1989), Benveniste e Wilhelm (1990), e Spatt e Srivastava (1991) hanno dimostrato che il bookbuilding può, sotto determinate condizioni, essere un meccanismo di questo tipo. Dopo aver raccolto indicazioni d'interesse degli investitori, le banche non assegnano nessuna azione, o al limite alcune, agli investitori che domandano in maniera prudente. Tale meccanismo mitiga l'incentivo a falsificare le informazioni positive, in quanto così facendo si viene esclusi dall'IPO. Gli investitori che invece domandano in maniera aggressiva forniscono informazioni rilevanti e sono remunerati con una larga allocazione di azioni, più che proporzionale. Ad ogni modo, per assicurarsi che l'informazione fornita sia veritiera, l'allocazione deve coinvolgere uno *stock* di azioni *underpriced*. Quindi imporre vincoli sulla discrezione dell'allocazione dei sottoscrittori può interferire con l'efficienza di questo meccanismo: questo meccanismo si basa fortemente sulla libertà concessa all'underwriter in sede di allocazione, tuttavia qualora lo stesso fosse vincolato, come è capitato in alcuni contesti europei ed asiatici, ad elargire una percentuale prefissata agli investitori retail, si rischierebbe di vanificare tutto l'impianto su cui si fonda la procedura. Anche le emittenti le cui IPO sono *underpriced* traggono benefici da tali accordi: il *bookbuilding* consente loro di ottenere informazioni positive e, in risposta,

aumentare il prezzo di offerta rispetto ad altri metodi impiegati (Benveniste e Busaba; 1997; e Spatt e Srivastava, 1991). Perciò la revisione del prezzo durante il corso del *bookbuilding* e il rendimento dell'underpricing del primo giorno sono positivamente correlati.

Le teorie del *Bookbuilding* accentuano l'importante ruolo delle banche d'investimento nell'estrapolare informazioni importanti nell'impostazione del prezzo. Alcuni autori, prevalentemente Loughran e Ritter (2003), mettono in luce il potenziale problema di agenzia tra la banca d'investimento e l'azienda emittente dando luogo alla terza categoria delle teorie delle asimmetrie informative. I modelli *Principal-Agent* (Baron, 1982) fanno riferimento al fatto che le banche di investimento tenute a ricoprire il ruolo di underwriter, durante la fase di collocazione IPO si trovano in una situazione che viene comunemente definita di azzardo morale e che l'Underpricing sia uno strumento volutamente utilizzato dall'underwriter nell'ambito di una operazione di marketing per l'underwriter stesso, permettendogli di farsi conoscere ed apprezzare da ulteriori soggetti interessati, suoi potenziali clienti futuri, le banche d'investimento possono assegnare quote *underpriced* agli amministratori di compagnie nella speranza di ottenere in futuro il *business* dei loro investimenti bancari, una pratica conosciuta come *spinning*. Gli stessi investitori competono tra loro per l'assegnazione di quote *underpriced* offrendo agli underwriter delle compensazioni secondarie. Tali compensazioni possono prendere la forma di commissioni di vendita eccessive pagate su transazioni non collegate. In entrambi i casi, gli intermediari si aspettano di guadagnare volutamente dell'underpricing del capitale dell'emittente.

Tipicamente le commissioni di underpricing sono proporzionate ai ricavi dell'IPO, e perciò inversamente correlate all'underpricing. Questo fornisce un incentivo a tenere l'underpricing basso, ma a volte il beneficio privato della banca d'investimento derivante dall'underpricing eccede la perdita delle commissioni di sottoscrizione (Baron e Holmström, 1980).

Il gruppo finale di modelli ad asimmetria informativa, si contrappone al pensiero di Rock (1986) riguardo l'asimmetria informativa tra l'emittente e gli investitori, considerando l'underpricing come segnale della qualità dell'azienda. Si tratta delle cosiddette teorie del signaling¹² nell'ambito delle IPO, secondo le quali le IPO sono deliberatamente sottoprezzate al fine di consentire successivi collocamenti a prezzi più favorevoli (Welch, 1989; Allen e Faulhaber, 1989; Grinblatt e Hwang, 1989; e Welch, 1989). Se le società hanno informazioni migliori circa il valore attuale o il rischio dei loro flussi di cassa futuri rispetto agli investitori, l'underpricing dovrebbe essere utilizzato come il segnale che la società ha realmente un valore elevato. Tale processo è certamente oneroso, ma se ha successo, la segnalazione può consentire all'emittente di ritornare nel mercato per vendere azioni a condizioni migliori in una data successiva. In particolare Ibbotson (1975) afferma che l'emittente sotto-prezza le

¹² Modelli che, attraverso la trasmissione di segnali attivati dai venditori e finalizzati a migliorare il grado d'informazione nei mercati caratterizzati da incertezze, consentono di analizzare il comportamento dei compratori. Lo scopo di incentivare i consumatori all'acquisto di propri prodotti mettendone in rilievo le differenze qualitative rispetto ad altri è raggiunto attraverso diversi meccanismi di *signaling*: garanzie sui prodotti, scelta di polizze assicurative ecc.

proprie azioni in modo *“da lasciare l’acquolina in bocca agli investitori”*. Tuttavia l’azienda ha la possibilità di scegliere tra una vasta gamma di segnali da utilizzare oltre all’underpricing, a partire dalla reputazione degli underwriter (Booth e Smith, 1986) e degli *auditors* (Titman e Trueman, 1986), la presenza di *venture capitalist* particolarmente rispettabili (Megginson e Weiss, 1991; Lee e Wahal, 2004), ognuno dei quali potrebbe avere un ruolo per la certificazione della qualità e la divulgazione di informazioni veritiere agli investitori dell’IPO (Hughes, 1986). Inoltre esclusivamente le società di buona qualità possono permettersi, secondo questa teoria, una segnalazione così costosa, poiché confidano nel fatto che, una volta acquisite le azioni volutamente sotto-prezzate, gli investitori saranno in grado di comprendere l’effettivo valore dell’impresa, nonché la sua solidità, evitandole pertanto di dover ulteriormente ricorrere ad altri mezzi di segnalazione.

2.2.2. Le motivazioni istituzionali

In riferimento alle spiegazioni istituzionali Ljungqvist (2007) prende in considerazione tre differenti caratteristiche del mercato finanziario: il rischio che l’impresa sia citata in giudizio dai suoi stessi investitori (cd Litigation Risk); l’attività di stabilizzazione del prezzo azionario che ha luogo in fase post IPO ed infine gli eventuali vantaggi fiscali che possono derivare da un’azione di sotto-prezzamento delle azioni.

Il primo approccio si fonda sull’idea che le società vendono deliberatamente le loro quote ad un prezzo inferiore a quello reale, al fine di ridurre la probabilità di future

cause legali attivate da azionisti delusi dalle performance post-IPO dei loro titoli. Le cause legali non sono soltanto onerose, ma possono provocare danni al capitale reputazionale. Negli Stati Uniti gli underwriter e le società emittenti sono sottoposti a regole stringenti che li espongono a possibili rischi di controversie con gli investitori. Alcuni autori (Tinic, 1988; Hughes e Thakor, 1992; Hensler, 1995) sostengono che l'underpricing intenzionale può diminuire il rischio che deriva da questo tipo di controversie. Hugues e Thakor (1992) evidenziano un trade-off tra la minimizzazione dei costi associati alla probabilità di controversie e la massimizzazione dei ricavi dell'IPO. Gli autori suggeriscono una relazione diretta tra la probabilità di controversie e il prezzo dell'offerta: più un'emissione è sopravvalutata, maggiore è la probabilità di future cause legali; d'altra parte un'emissione sottovalutata riduce la probabilità di cause legali, la probabilità di giudizi contrari in fase di causa legale, e l'ammontare dei danni riconosciuti in caso di condanna, ma anche il successo dell'IPO in termini di risorse reperite.

Tuttavia il rischio di essere citati in giudizio risulta tuttavia non economicamente significativo in numerosi Paesi tutti paesi in cui si riscontra l'underpricing, tra gli altri l'Australia (Lee, Taylor e Walter, 1996), la Finlandia (Keloharju, 1993), la Germania (Ljungqvist, 1997), il Giappone (Beller, Terai e Levine, 1992), il Regno Unito (Jenkinson, 1990).

Con la teoria circa l'attività di stabilizzazione del prezzo azionario in fase post IPO, si vuole sottolineare che normalmente, dopo l'immissione delle azioni nei listini ufficiali, l'underwriter è spesso tenuto, per obblighi di natura contrattuale, a

supportare l'andamento del prezzo dei titoli attraverso operazioni quali il cosiddetto buyback azionario al fine di permettere al prezzo di non scendere al di sotto di una data soglia. Ruud (1993) nel suo lavoro sostiene per la prima volta che in realtà le IPO non siano volutamente sottoprezzate, ma che tale fenomeno fosse in realtà diretta conseguenza dell'attività di stabilizzazione messa in atto dai vari agenti coinvolti. L'autrice sostiene attraverso un approccio statistico che i valori registrati non sono la rappresentazione veritiera degli effettivi return attesi, bensì la media condizionata all'intervento da parte degli underwriter al fine di stabilizzare il prezzo. L'assunzione è che si osservi un dato sostanzialmente corrotto da questa azione. La stessa teoria è confutata da studi successivi quali quelli condotti da Benveniste et al. (1997) in base ai quali in realtà l'attività di Price Stabilization imposta agli underwriter è in realtà un mezzo per ridurre l'underpricing, e non il contrario.

Per quanto riguarda le teorie circa i vantaggi fiscali, come per quelle relative al litigation risk, la componente geografica svolge un ruolo determinante, pertanto tali teorie sono considerate marginali in confronto con altre proposte teoriche sul tema. Il modello dei vantaggi fiscali è originariamente proposto da Rydqvist (1997) per il caso della Svezia, il ricercatore constata che, data la notevole imposizione fiscale introdotta sin dai primi anni '80 dal governo svedese sul reddito da lavoro piuttosto che sul capital gain, alle imprese svedesi risultava paradossalmente più vantaggioso retribuire i propri dipendenti tramite la distribuzione di "appreciating assets" rivendibili nel mercato dei capitali (Rydqvist, 1997): tali attività si sono sostituite alla corresponsione del classico salario, caratterizzato da un'eccessiva pressione fiscale. Una delle fonti di retribuzione

alternativa, erano proprio le azioni *underpriced* che in fase di IPO, come rilevato, venivano volutamente allocate in via preferenzialmente dall'emittente ai suoi stessi dipendenti. Si evidenziava pertanto una situazione di trade off tra i benefici fiscali ed i dilution cost associati all'underpricing. Situazioni analoghe sono rilevate negli Stati Uniti da Taranto (2003).

2.2.3. Le spiegazioni basate sulla proprietà e controllo

I modelli che fanno riferimento al contesto della proprietà e controllo, si focalizzano sui problemi di agenzia tra azionisti operativi e azionisti non-operativi che possono verificarsi in quanto la quotazione può essere un passo verso l'eventuale separazione tra proprietà e controllo. Ljungqvist (2007) distingue due modelli principali che spiegano il fenomeno dell'underpricing in tale contesto. Il primo identifica l'underpricing come strumento per mantenere il controllo; il secondo considera l'underpricing come mezzo per ridurre i costi di agenzia.

In riferimento al primo modello, Brennan e Franks (1997) sostengono che l'underpricing offre ai *manager* la possibilità di proteggere i propri benefici privati mediante l'attribuzione di azioni al momento della quotazione della loro azienda. In tal modo si cerca di evitare l'attribuzione di grandi partecipazioni agli investitori, in quanto una maggiore dispersione della proprietà implica che i manager in carica beneficino di una minaccia ridotta in riferimento alla possibilità di essere spodestati da un eventuale acquisto ostile (Grossman e Hart, 1980). Il ruolo dell'underpricing da

questo punto di vista è quello di generare un eccesso di domanda, consentendo ai manager un razionamento degli investitori in modo che essi finiscano in possesso di una quota minore di partecipazioni. Inoltre difficilmente tanti piccoli azionisti implementano una azione di monitoring rilevante, infatti in questa situazione si viene a creare un problema di free riding: essendo l'attività di monitoraggio un bene pubblico la cui messa a punto va a beneficio di tutti gli shareholders, nessuno impiega volontariamente proprie risorse patrimoniali a tale scopo, consapevole che poi ne tragga vantaggio la totalità degli investitori. Il fenomeno di underpricing sarebbe pertanto uno strumento nelle mani del management per rafforzare i propri privilegi.

Il secondo modello, al contrario considera l'underpricing come un mezzo per ridurre i costi di agenzia. Brennan e Franks (1997) suggeriscono che, a seguito della separazione tra proprietà e controllo, i costi di agenzia sono a carico dei proprietari di una società, sotto forma di minori proventi IPO, e un conseguente valore di mercato più basso delle loro azioni causati dall'underpricing. Vale a dire che quello che a prima vista sembra un guadagno di natura privata ottenuto a discapito degli altri stakeholders finisce con il ritorcersi contro gli stessi soggetti promotori. Se le quote in loro possesso sono abbastanza grandi, in modo che i costi di agenzia che sopportano superano i benefici privati di cui godono, sarà nel loro interesse ridurre la loro discrezione. Sulla base di questa intuizione, Stoughton e Zechner (1998) osservano che, contrariamente a Brennan e Franks (1997), può essere proficuo assegnare azioni ad un grande investitore esterno che sia in grado di avviare un'adeguata attività di monitoraggio. Il monitoraggio è un bene pubblico, di cui beneficino tutti i soci, ma dal momento che

un grande azionista controlla solo nella misura in cui ciò è privatamente ottimale, si realizzerà troppo poco monitoraggio dal punto di vista degli azionisti e dei *manager* in carica. Qualora infatti l'investitore sia dell'opinione che la quota azionaria assegnatagli non sia delle dimensione o della qualità tale da giustificare un suo investimento nell'attività di monitoring sufficiente, un ulteriore incentivo può essere rappresentato proprio da un'allocazione a condizioni economiche vantaggiose attraverso l'underpricing.

Le previsioni dei due modelli sono molto diverse, ma sono diversi anche gli ambienti istituzionali in cui i modelli sono collocati. Brennan e Franks (1997) esaminano un meccanismo di IPO che prevede prezzi fissi, piuttosto che sensibili alla domanda, e azioni che vengono assegnate pro-rata. Stoughton e Zechner (1998), d'altra parte, si basano su un modello di *bookbuilding* con stanziamenti discrezionali. In un regime pro-rata, i secondi avrebbero difficoltà a destinare abbastanza azioni a un grande azionista al fine di garantire il controllo efficace. In un regime di *bookbuilding*, i primi avrebbero bisogno di praticare un underpricing elevato per discriminare i grandi investitori.

2.2.4. Le spiegazioni comportamentali

Alcuni autori ritengono che l'underpricing tipico nelle IPO possa derivare anche da motivazioni di carattere comportamentale. Ljungqvist (2007) espone, a riguardo, tre modelli. Assunto di partenza di tutti i modelli teorie è quello di mettere in discussione

la tradizionale razionalità dei soggetti coinvolti a diverso titolo nel processo di quotazione. Questo con riferimento tanto agli investitori, spinti da motivazioni irrazionali quando si palesa la necessità di scegliere tra quali titoli investire, sia in qualità di emittenti, i cui comportamenti possono essere soggetti a distorsioni di varia natura.

Il primo modello è definito *Informational Cascade*, secondo Welch (1992), le offerte degli investitori sono condizionate dalle offerte degli investitori precedenti, senza tener conto delle informazioni raccolte mediante l'attività di *information gathering* alla quale si rinuncia in quanto troppo costosa. I rendimenti iniziali positivi sono interpretati dai successivi investitori come prove che gli investitori precedenti detengono informazioni favorevoli, incoraggiando i primi ad investire, qualunque siano le informazioni a loro disposizione. Viceversa, se le vendite iniziali non ottengono buone performances, possono dissuadere gli investitori successivi dall'investire indipendentemente dai loro segnali privati. Pertanto la possibilità di cascate informative dà il potere di mercato ai primi investitori, i quali possono richiedere una ricompensa per dare avvio, attraverso le loro acquisizioni azionarie, alla cascata positiva: proprio in questo senso viene spiegato l'underpricing. Tuttavia le cascate non sono inevitabili: con il meccanismo del *bookbuilding* sono limitate in quanto il sottoscrittore può mantenere il segreto sullo sviluppo della domanda nel *book*. Se gli investitori, inoltre, possono comunicare liberamente, le cascate non si formano perché in un momento successivo essi possono imparare la distribuzione dei segnali. Eppure Welch (1992) mostra che gli emittenti beneficiano di più delle cascate,

piuttosto che della libera comunicazione, innanzitutto perché la libera comunicazione aggrega tutte le informazioni disponibili che massimizzano lo svantaggio informativo della società emittente rispetto agli investitori. Inoltre, impedire la libera comunicazione riduce la possibilità di divulgare un'informazione negativa, e quindi riduce la probabilità che l'IPO possa avere esito negativo.

La seconda teoria è quella dell'*Investor Sentiment*. Gli autori ipotizzano l'esistenza di un gruppo di *sentiment investors* i quali sono soliti accogliere in modo molto positivo l'IPO. Il potenziale dell'effetto *Sentiment* sembra essere particolarmente grande nel caso delle IPO, perché, quando le imprese sono giovani, immature e relativamente opache dal punto di vista informativo, sono difficili da valutare. Il primo lavoro a riguardo è di Ljungqvist, Nanda e Singh (2004). Se si suppone che i *sentiment investors* siano ottimisti sulle prospettive future dell'azienda nelle IPO, l'obiettivo dell'emittente sarà quello di massimizzare l'eccesso di valutazione del valore fondamentale del titolo.

Alla fine, la natura rivela il vero valore delle azioni e il prezzo ritorna al suo valore fondamentale; cioè nel lungo periodo i rendimenti IPO sono negativi, coerentemente con l'evidenza empirica di Ritter (1991) e altri. Questo presuppone l'esistenza di vincoli di vendita a breve, altrimenti gli arbitraggisti scambierebbero in modo tale che i prezzi riflettano il valore fondamentale anche nel breve periodo. Il meccanismo ottimale comporta l'assegnazione da parte dell'emittente di azioni ad investitori istituzionali regolari, per la successiva rivendita a *sentiment investors* a prezzi che i primi manipolano limitando la fornitura. In questo caso sono i soggetti *regular* a

soportare il maggior rischio derivante dal fatto che la fase di *hot market* che si verifica, possa concludersi prematuramente, senza aver concluso la transazione con la controparte *sentiment*. Proprio per ricompensarli di tale maggior rischio supportato gli stessi possono richiedere che le azioni allocategli dall'emittente siano adeguatamente sottoprezzate. Anche in questo teoria l'Undepricing è considerato necessario per assicurarsi la collaborazione di una certa cerchia di investitori, in questo caso i regular, visto il maggior rischio assunto dagli stessi. Tuttavia in questo caso, a differenza che negli altri modelli precedentemente analizzati, non è necessario che sussista una situazione di asimmetria informativa affinché si realizzi questa situazione: il concetto di base sul quale si regge l'intero impianto teorico è l'irrazionalità degli operatori del sistema.

Infine, Loughran e Ritter (2002) propongono una spiegazione per l'underpricing considerando le distorsioni comportamentali dei decisori dell'azienda che effettua l'IPO, piuttosto che di quelle degli investitori. Combinando la Prospect Theory e il Mental Accounting, originariamente teorizzato da Thaler (1985), il modello di Loughran e Ritter (2002) ha lo scopo di verificare se l'anomalia comportamentale in base alla quale i soggetti non sono in grado di comprendere la totalità delle conseguenze scaturite da una loro azione, possa spiegare il fenomeno di underpricing. Gli emittenti tendono a sommare la perdita di ricchezza causata dall'underpricing con il guadagno, spesso più grande, ottenuto dalle azioni trattenute grazie al salto dei prezzi che si verifica nell'after-market. In sostanza per l'emittente è sufficiente che il guadagno ipotetico derivante dall'innalzamento dei prezzi nella fase post IPO superi

la perdita derivante dall'underpricing, successivamente l'emittente rilascia un feedback positivo sulla performance di IPO condotta dalla banca d'investimento la quale viene agevolata notevolmente, perché può godere di vantaggi derivanti da eventuali attività di *rent seeking* messe in atto dagli investitori pur di assicurarsi l'allocazione delle azioni, ma, allo stesso tempo, tramite lo sconto sul prezzo, lo stesso beneficia della soddisfazione dei clienti acquirenti e dei CEO delle imprese emittenti, oltre che di una maggiore sicurezza del collocamento dei titoli sul mercato.

2.3. Le determinanti classiche dell'underpricing

Al fine di dimostrare la validità delle ipotesi teoriche analizzate nei paragrafi precedenti, numerosi ricercatori hanno condotto studi empirici volti a valutare quali fattori influenzino l'underpricing e in che modo. La maggior parte degli studi si è concentrata nella dimostrazione delle interpretazioni fondate sulla presenza di asimmetrie informative. Dunque il concetto di incertezza *ex ante* rappresenta un fattore rilevante nell'analisi delle cause dell'underpricing, in quanto maggiore è la difficoltà nel valutare l'azienda offerente in maniera chiara e precisa, più i rischi percepiti dagli investitori saranno alti, inducendo l'impresa a ridurre il prezzo dei titoli offerti. Un'altra componente importante che potrebbe influenzare il livello di underpricing è il *sentiment* del mercato al momento dell'IPO, vale a dire la presenza di un sentimento di ottimismo o pessimismo tra gli investitori in relazione all'andamento generale della Borsa nell'arco di tempo considerato.

L'incertezza *ex ante* ed il *sentiment* del mercato sono tuttavia fattori difficili da valutare in uno studio economicamente e statisticamente significativo, sono dunque state indentificati, nel corso delle ricerche, una serie di variabili proxy che fossero più verosimili e significative possibile. La scelta degli studiosi è tutt'altro che univoca, a causa di diversi fattori come le caratteristiche del modello di quotazione adottato, il luogo, l'ordinamento giuridico, i quali fanno sì che le variabili che spiegano l'underpricing in un determinato contesto non siano le stesse utili in presenza di altre condizioni.

Ritter (1984) propone il price *range* come proxy dell'incertezza pre-IPO, ipotizzando un legame tra positivo tra l'intervallo di prezzo all'interno del quale viene individuato il prezzo finale di sottoscrizione dei titoli oggetto di una IPO e la varianza dei prezzi di tali titoli dopo la quotazione. Anche Hanley (1993) sostiene che price *range* più ampi siano associati con un'incertezza maggiore circa i risultati dell'IPO. Nel loro studio, Miller e Reilly (1987) utilizzano il volume degli scambi post-IPO e il *bid-ask spread*, mentre Friedlan (1994) e Hanley e Hoberg (2010) dimostrano una correlazione negativa tra il grado di informazioni contenute nel prospetto informativo e l'underpricing oltre che l'aggiustamento di prezzo. Inoltre Friedlan (1994) osserva lo stesso risultato considerando come proxy dell'incertezza l'età dell'azienda, il fatturato e gli asset della stessa. L'età dell'impresa sembra essere negativamente associata con l'incertezza pre-IPO in quanto le aziende più mature, già operanti nel mercato da numerosi anni, sono ritenuti più solide (Rock, 1986; Beatty e Ritter, 1986), d'altra parte tali imprese sono caratterizzate da minori prospettive di crescita, dunque gli anni

di attività potrebbero risultare anche positivamente associati all'underpricing (Hanley e Hoberg, 2008). Anche il ruolo di alcuni soggetti connessi con l'offerta può essere utile per misurare l'incertezza *ex ante*: la presenza di un venture capitalist può essere valutata positivamente dagli investitori i quali accetteranno un prezzo di offerta più vicino al *fair value*, in quanto il vc ha un ruolo di certificazione per la bontà dell'IPO (Meles, 2008; Megginson e Weiss, 1991; Bessler e Seim, 2010); allo stesso modo, la reputazione dell'underwriter che affianca l'azienda nell'emissione dovrebbe ridurre l'incertezza degli investitori (Loughran e Ritter, 2004), tuttavia alcuni autori evidenziano il conflitto di interessi a cui sono sottoposti tali soggetti potrebbe spingerli ad usare il proprio potere contrattuale al fine di ottenere uno sconto sul prezzo dei titoli da collocare (Carter et al., 1998; Liu e Ritter, 2011). Inoltre un'ampia quota di azioni messe in vendita dagli insiders può indurre gli investitori alla percezione di un rischio maggiore connesso all'IPO (Leland e Pyle, 1977; Carter, Dark e Singh, 1998 e Ljungqvist, 2007); per ridurre tale incentivo l'azienda ha la possibilità di introdurre un divieto alla vendita del proprio pacchetto azionario per un dato periodo di tempo (clausole di *lock-up*), tuttavia, anche la previsione di tali clausole può rappresentare un'incertezza da parte del management, valutata negativamente dagli investitori, i quali richiedono un prezzo inferiore. Infine, la dimensione dell'offerta può condizionare il livello di underpricing, se la dimensione dell'offerta intesa in termini di numero di azioni o del controvalore delle stesse è limitata, la percezione della rischiosità è maggiore (Beatty e Ritter, 1986; Ritter, 1987 e Ibbotson et al. 1994).

Per quanto concerne l'andamento del *sentiment* nel mercato, si possono considerare le fasi di *hot market* identificando tali periodi come gli anni nei quali il numero di imprese quotate ha superato la media o la mediana di IPO per l'intero periodo di analisi.

Capitolo 3.

La disclosure di capitale intellettuale e la performance dell'IPO

3.1. La nozione di capitale intellettuale

Il concetto di capitale intellettuale non è definito in modo univoco dalla letteratura. Tale idea si contrappone a quella di capitale finanziario, inteso come parte visibile del patrimonio di una azienda, che può essere facilmente quantificato in termini finanziari. Uno dei primi autori¹³ ad interessarsi alle risorse immateriali è Itami (1988) il quale studia la gestione di tali attività nelle imprese giapponesi. Nel suo lavoro evidenzia che le risorse invisibili sono indispensabili tanto quanto le visibili per lo svolgimento dell'attività aziendale, inoltre solo le prime garantiscono la crescita del vantaggio competitivo. Ciò è reso possibile dalle caratteristiche tipiche che possiedono e che l'autore riconduce alla difficoltà di accumulazione, alla possibilità di essere utilizzate allo stesso tempo in più ambiti e al fatto di essere contemporaneamente sia input che output.

Di fatto oltre al carattere di immaterialità, considerato uno degli elementi più diffusi come criterio di definizione di un fattore intangibile (Chiucchi, 2004), la caratteristica principale che differenzia il capitale intellettuale dalle risorse tangibili sta nel fatto che il primo si rivaluta nel tempo e non si consuma con l'uso, al contrario delle seconde, ovvero risorse come edifici, macchinari ed altri asset simili, i quali perdono

¹³ Il primo autore ad utilizzare l'espressione "capitale intellettuale" è l'economista J. Galbraith in una lettera del 1969 a M. Kalecki.

valore dal giorno dell'acquisto. In tal modo si evince che uno dei benefici legato al capitale intellettuale sta nella scalabilità, cioè, nella possibilità di utilizzare il bene intangibile più volte senza limitarne l'utilità.

Vi sono però anche dei problemi legati all'impiego degli intangibili, come l'elevata rischiosità, l'escludibilità parziale e la difficile commerciabilità (Lev, 2001). I primi due sono strettamente legati alla natura immateriale della risorsa, infatti, al variare delle condizioni di mercato o del contesto operativo, l'utilità legata agli investimenti in risorse immateriali potrebbe non essere la stessa. Inoltre non è possibile escludere soggetti terzi dal godere dei benefici ad esse collegati. Si pensi al caso di un dipendente che decida di lasciare l'azienda che ha investito nella sua formazione: egli trasferirà i benefici della formazione acquisita alla nuova azienda. Infine, la valutazione e l'acquisizione dei fattori intangibili è più complessa rispetto ai beni tangibili; spesso si tratta di risorse create dall'azienda a fronte di esigenze specifiche, per cui, la valutazione oltre che soggettiva è del tutto relativa.

Considerando le varie caratteristiche del capitale intellettuale, diversi autori hanno tentato di suggerire una definizione più o meno restrittiva, focalizzandosi su diversi elementi, a partire dalle capacità personali fino alle capacità dell'organizzazione (Mouritsen, 1998). Stewart in una serie di articoli sul *brainpower* pubblicati sul *Fortune*, definisce il capitale intellettuale come la conoscenza che può essere utilizzata per creare ricchezza, e propone una tripartizione in capitale umano, strutturale e dei consumatori. Tale definizione subisce una modifica con Bontis (1998) il quale sostituisce alla nozione di capitale dei consumatori quella, più generale, di capitale

relazionale. Al suo interno sono così compresi non solo i rapporti con la clientela, ma anche con altri *stakeholders*, quali fornitori e concorrenti.

Altri autori, come Guthrie e Petty (2000), propongono una classificazione che considera la struttura interna, la struttura esterna e il capitale umano; numerosi schemi di classificazione ulteriori sono stati proposti negli ultimi decenni (tra gli altri: Stewart, 1997; Previati e Vezzani, 2007). Infine, Rastogi (2003) e Swart (2006), sostengono che nonostante la categorizzazione degli asset intangibili sia utile in numerosi contesti, il vero valore degli elementi di capitale intellettuale può essere compreso solo considerando la dinamica delle intercorrelazioni tra tali elementi.

Sebbene esista una vasta gamma di definizioni, la classificazione maggiormente riconosciuta a livello internazionale suggerisce dunque che il concetto di CI possa essere distinto in tre categorie principali: capitale umano, capitale strutturale-organizzativo e capitale relazionale (Sveiby, 1997; Meritum, 2002; Lev e Zambon, 2003; Boedker et al., 2005).

Il capitale umano include la formazione, l'esperienza, l'intelligenza, le relazioni e la conoscenza degli amministratori e dei dipendenti dell'azienda (Marr e Schiuma, 2001; Marr et al., 2004; Sonnier, 2008). Previati e Vezzani (2007) definiscono le principali caratteristiche di tali componenti. Il capitale umano è quello più ricercato (Stewart, 1997), in quanto è considerato una risorsa critica per la maggior parte delle imprese: la sua importanza è progressivamente aumentata in parallelo all'affermazione della rilevanza della conoscenza all'interno dei nuovi contesti competitivi. Nella teoria economica, il capitale umano è stato oggetto di studi da parte di economisti classici

(tra tutti, Smith) e da Becker (1964), ponendo l'attenzione sulle decisioni circa gli investimenti in conoscenza e capacità atti a migliorare la produttività a livello individuale e d'impresa. Dal punto di vista individuale, si parla di grado di istruzione, di prospettive di carriera legate alla scelta del lavoro e alla mobilità professionale, di retribuzione attesa e orari di lavoro. Dal punto di vista aziendale, tutti gli elementi considerati conducono a rapportare il costo del lavoro al ritorno sull'investimento (misurato in termini di produttività futura) legato allo sviluppo delle conoscenze e delle capacità dei dipendenti. Il capitale umano, negli studi economici, aziendali, sociologici è stato considerato in due prospettive. La prima lo considera a livello individuale, come la somma delle conoscenze, abilità, attitudini delle persone operanti in una determinata azienda. La seconda considera il capitale umano come il prodotto di una rete di relazioni tra persone, situate in un determinato contesto organizzativo con le proprie strutture, regole, culture aziendali.

Per quanto riguarda la misurazione del capitale umano, se si pensa al capitale, inteso come valore patrimoniale, come a qualunque bene in grado di produrre reddito, allora le risorse umane, pur nella difficoltà di attribuire loro una precisa quota di reddito di impresa, possono essere considerate un bene capitale. Il capitale umano potrebbe essere considerato una fonte di reddito incorporata nelle persone, ma per contabilizzare un tale capitale diviene necessario prendere in considerazione le singole posizioni occupate nell'organizzazione dalle persone; inoltre, seguendo i principi contabili, tali redditi non possono figurare nello stato patrimoniale in quanto non sono di proprietà dell'impresa. Da questo punto di vista, le risorse umane non

sono un'attività propriamente detta, ma una volta dimostrata l'utilità in termini di investimento dei costi della selezione, dell'addestramento e della formazione delle risorse umane, occorre trovare una modalità per capitalizzare tali oneri tra le immobilizzazioni, al pari dei costi pluriennali.

Il capitale strutturale consiste nelle strutture e nei processi che i dipendenti utilizzano e svolgono per rendere l'impresa produttiva, efficace e innovativa (Boedker et al., 2005), come ad esempio i brevetti, la cultura organizzativa, la filosofia del management, lo sviluppo di nuovi prodotti e i sistemi informativi.

Il capitale strutturale è definito anche capitale organizzativo, riferito alle modalità di svolgimento delle attività d'azienda e assume ampiezza e rilievo crescente all'aumentare della complessità organizzativa dell'azienda. Alcuni autori distinguono il capitale strutturale, inteso come ambiente di lavoro, e organizzativo, che include consuetudini, processi e tecnologie utilizzate internamente dall'azienda. In generale il capitale strutturale è generato dal complesso di interazioni, procedure, strumenti di comunicazione, informazione e di accumulazione di conoscenza che permettono al sapere del singolo di uscire dalla sfera individuale e diventare bene dell'organizzazione; tale accezione comprende anche strategie esplicite, regole e forme organizzative documentate e comunicate, database della conoscenza e sui clienti, sistemi di certificazione della qualità, tecnologie, marchi, marchi registrati, brevetti e copyright.

Ai fini della misurazione e della gestione del capitale strutturale, come per le altre componenti del capitale intellettuale, è importante che ogni azienda scelga quali sono

gli elementi da considerare, quelli che, sulla base dell'esperienza storica e in prospettiva futura, contribuiscono maggiormente al vantaggio competitivo.

Il capitale relazionale comprende la conoscenza dei canali commerciali, le relazioni con i clienti e con i fornitori e le reti governative e industriali, e tutte le relazioni dell'organizzazione con altri soggetti interessati (Guthrie et al., 2007; Marr et al., 2004). Tale componente mette in evidenza il fatto che il valore aziendale non sia creato solo dagli intangibili riconducibili al capitale umano e a quello strutturale: infatti, soprattutto nelle economie attuali, l'essere parte di una rete di relazioni con altri attori sociali e la capacità di gestire tale rete, sono potenziali fonti di successo. La concezione del capitale relazionale può essere più o meno ampia, a seconda del numero e del tipo di attori le cui relazioni sono considerate fonte di valore; oggi tale accezione si è decisamente allargata, dato che in molteplici settori i rapporti di rete con attori diversi dalla clientela, sono alla base del vantaggio competitivo sostenibile e della reputazione nel mercato. In quanto generato da relazioni con soggetti esterni alla struttura aziendale, il capitale relazionale è legato alla capacità dei partner di generare e confermare nel tempo la fiducia necessaria a condividere risorse e informazioni. Le basi su cui viene accumulato il capitale relazionale possono essere di natura economica e utilitaristica (convenienza, complementarità delle risorse possedute dai partner, adeguatezza ai fabbisogni del partner, opportunità di reddito), ma possono anche non essere riferire a relazioni di mercato in senso stretto.

3.2. La rilevanza del capitale intellettuale

Il capitale intellettuale è riconosciuto come una risorsa chiave per la creazione e il mantenimento del vantaggio competitivo e del valore per gli shareholder (Tayles et al. 2007; Bontis, 2001). In particolare, parte della letteratura riferita al capitale intellettuale si focalizza sulla relazione che interessa gli asset intangibili di un'azienda e la propria performance (CIMA, 2001; Marr and Schiuma, 2001), mettendo in luce l'importanza dei knowledge assets nel favorire il vantaggio competitivo dell'organizzazione. Inoltre è riconosciuto che fornire informazioni in merito al capitale intellettuale permette di ridurre l'incertezza rispetto alle prospettive dell'azienda e consente una valutazione più precisa dell'impresa (Bukh, 2003). I contributi di Marr et al. (2004), Andriessen (2004), Hunter et al. (2005), definiscono ulteriori vantaggi connessi ad una maggiore e migliore stima del capitale intellettuale: in primo luogo si riscontra un miglioramento della gestione interna inteso come l'affinamento dei processi contabili e di controllo; in secondo luogo si osserva un miglioramento della comunicazione esterna in quanto la considerazione degli intangibili potrebbe evitare la perdita di una parte significativa della comunicazione finanziaria nei confronti degli stakeholder esterni; infine migliora il rispetto degli obblighi normativi o legati al compimento di operazioni di fusione/acquisizione, infatti la misurazione del capitale intellettuale è importante anche quando le imprese pianificano di svilupparsi, espandersi o diversificarsi. Lev (2001) fa riferimento in particolar modo alle economie di scala e le sinergie associate ad esempio alla ricerca e sviluppo le quali sono aspetti fondamentali nelle acquisizioni e nello sviluppo di

alleanze. In tali contesti la mancata rilevazione degli asset intangibili può condurre a un errato giudizio da parte degli acquirenti e, quindi, a una distruzione di valore, causando perdite per gli stakeholders.

Da una parte la divulgazione delle informazioni di tipo non finanziario collegate al patrimonio intangibile può rafforzare la credibilità da parte degli stakeholders aziendali, favorendo in primo luogo un miglioramento delle relazioni con gli investitori, ma anche l'allocazione più efficiente dei capitali a livello macroeconomico; dall'altra parte però la scelta della disclosure potrebbe generare maggiori costi di comunicazione o rischi legati alla perdita di competitività dovuti all'appropriazione da parte dei concorrenti di informazioni critiche relative alle risorse che costituiscono la base del successo aziendale.

Tuttavia il ruolo strategico svolto del capitale intellettuale per la sopravvivenza e la crescita delle imprese e delle economie nazionali, rende centrale il tema della sua misurazione.

Nonostante il largo consenso sul tema dell'importanza della disclosure di CI, il suo utilizzo è influenzato da due principali inconvenienti: da una parte, la disclosure di CI è una pratica volontaria e non esiste una normativa standard a cui fare riferimento per la divulgazione di tali informazioni; d'altra parte, le diverse classificazioni che sono state proposte negli anni hanno generato una vasta eterogeneità a seconda del campo di indagine di riferimento. Con riferimento al primo punto, i bilanci standard non prevedono il report della maggior parte degli asset intangibili (Lev and Zarowin, 1999) e i report finanziari tradizionali non sono idonei ai fini dell'analisi del CI (Riegler &

Hollerschmid, 2006). Pertanto le aziende divulgano informazioni non finanziarie facendo uso di prospetti redatti secondo schemi personali, generando in tal modo report di CI difficili da comparare con altri in quanto contenuti elementi non omogenei. Per quanto concerne il secondo punto, la letteratura esistente non ha raggiunto un consenso in riferimento alla classificazione dei singoli elementi di CI, generando ulteriore disomogeneità.

3.3. Misurazione e reporting del capitale intellettuale

La letteratura precedente rivela un gap crescente tra il valore dell'impresa percepito dal mercato e il valore iscritto in bilancio (Holland, 2003; Beattie and Thomson, 2004; Lev, 2001; Gu and Lev, 2004). Tale situazione può suggerire che i modelli di reporting tradizionali non siano in grado di comunicare l'informazione completa in riferimento ad una serie di *asset* in grado di creare valore (Francis and Shipper, 1999; Lev and Zarowin, 1999; Barsky et al., 2003), sottolineando l'importanza del considerare le informazioni intangibili nell'ambito della valutazione di un'impresa.

I limiti dei sistemi di reporting tradizionali causano il verificarsi di asimmetrie informative crescenti tra azienda e i soggetti che sono ad essa interessati (Rylander et al., 2000; Barth et al., 2001; Holland, 2003) generando opportunità per comportamenti caratterizzati da moral hazard, adverse selection ed altre condotte opportunistiche (Aboody e Lev, 2000; Holland, 2006).

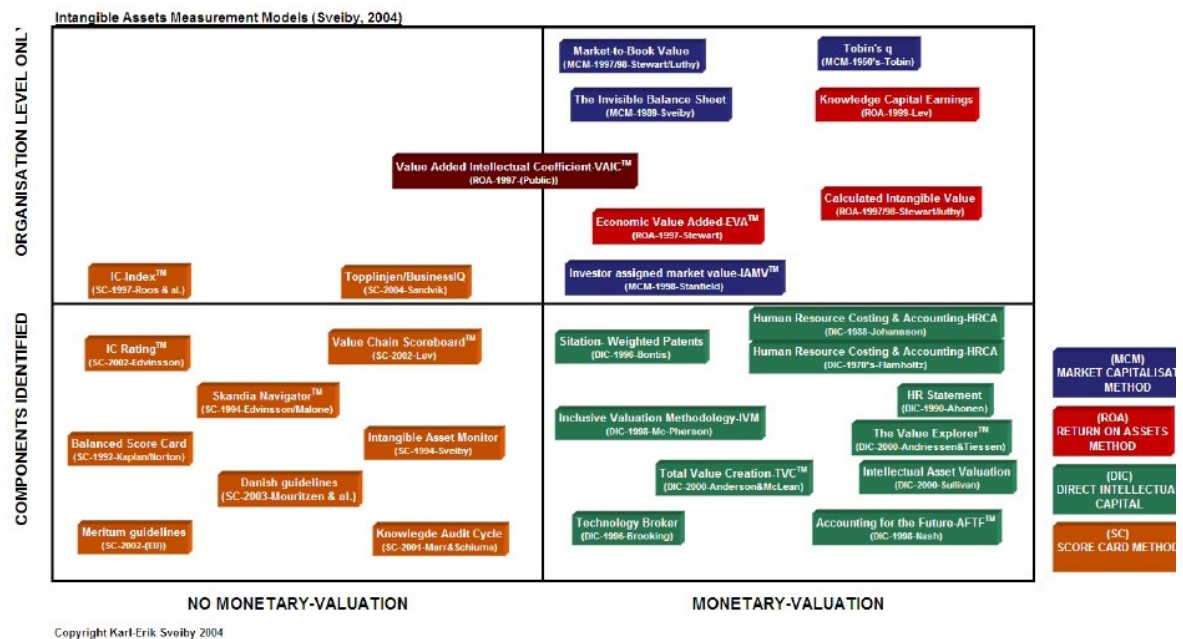
Per far fronte a tali limiti sono stati proposti nuovi modelli e nuovi strumenti per la valutazione delle informazioni di capitale intellettuale e facilitarne la misurazione¹⁴.

L'obiettivo comune a tutti i sistemi è quello di fornire un quadro completo del valore di tutte le risorse a disposizione dell'azienda, in modo che la misura della performance non avvenga solo in base a criteri economico-finanziari utilizzati per gli asset tangibili, ma tenga conto di indicatori volti a monitorare, qualificare e quantificare gli asset intangibili.

In relazione agli scopi che si desiderano perseguire esistono diversi modelli di misurazione degli asset intangibili e del capitale intellettuale. La matrice di Karl Erik Sveiby permette di posizionare i diversi modelli di misurazione degli intangibili in quattro quadranti come illustrato nella figura 3.

¹⁴ Spesso i concetti di valutazione e misurazione sono utilizzati come sinonimi, alcuni autori precisano la definizione distinguendo i due termini. In particolare per metodi di valutazione si intende l'insieme degli strumenti che consentono di attribuire un valore monetario agli intangibili a disposizione dell'organizzazione; per metodi di misurazione si intendono gli indicatori che permettono al management di comprendere meglio le risorse intangibili dell'azienda.

Figura 3. Modelli di misurazione degli intangibili (Sveiby, 2004)



I metodi sono suddivisi in relazione al livello dell'analisi (componenti o organizzazione) e base all'utilizzo di grandezze di tipo monetario e non monetario. I metodi monetari sono definiti sulla base di consolidate regole contabili e permettono, attraverso un valore di sintesi, di effettuare una valutazione economica dell'azienda. Tali metodi nascono e si sviluppano principalmente con l'obiettivo di spiegare la differenza tra valore di mercato e valore contabile degli *asset* di impresa.

Al contrario, i metodi non monetari presentano la caratteristica di essere in larga misura sistemi di gestione della complessità aziendale, attraverso cui il *management* è in grado di definire le relazioni che esistono fra tutte le risorse, tangibili e intangibili, di cui l'azienda ha il possesso diretto o l'accesso. Tali metodi si focalizzano in

prevalenza su elementi non finanziari¹⁵, presentando caratteristiche innovative circa le modalità di misurazione delle *performance* aziendali. Tuttavia nella matrice non esiste un modello che sulla base di indicatori non finanziari fornisca una rappresentazione aggregata a livello d'impresa del contributo delle risorse intangibili. Tali criteri offrono diversi vantaggi, quelli che prevedono una valutazione monetaria, come il *Return On Assets Method* (ROA) e il *Market Capitalisation Method* (MCM) sono utili nelle situazioni di fusioni ed acquisizioni e per la valutazione del mercato azionario. Tali metodi possono essere utilizzati per confrontare aziende operanti nello stesso settore, inoltre essendo fondati su regole di accounting diffuse in letteratura sono più facili da comunicare. Lo svantaggio di tali modelli sta nel fatto che tradurre gli elementi in termini monetari può risultare una valutazione superficiale. Ad esempio i metodi ROA sono molto sensibili al tasso di interesse e al tasso di sconto assunti, inoltre molti di essi non sono utili per le organizzazioni senza scopo di lucro, dipartimenti interni e organizzazioni pubbliche.

I vantaggi dei metodi che utilizzano valutazioni non monetarie, come i metodi *Direct Intellectual Capital* (DIC) e *Score Card* (SC) rendono possibile la creazione di un'immagine più completa dello stato di un'organizzazione rispetto all'utilizzo di una metrica finanziaria, inoltre sono più facilmente utilizzabili in tutti i livelli dell'organizzazione. I loro svantaggi sono costituiti dalla personalizzazione di tali

¹⁵ I metodi definiti “non monetari” dovrebbero più correttamente essere definiti metodi “misti” in quanto molti di loro adottano unità di misura sia qualitative, sia quantitative, sia finanziarie.

strumenti rispetto ad ogni organizzazione ed ogni obiettivo, in tal modo la comparazione risulta difficile. Tali metodi inoltre sono recenti e non sono ancora pienamente accettati in un contesto abituato a prendere le proprie decisioni basandosi su analisi compiute da una prospettiva puramente finanziaria.

Il più noto tra questi sistemi è basato sui *Metodi Score Card*, nei modelli *Score Card* vengono identificate le varie componenti del capitale intellettuale dell'impresa e successivamente generati indicatori non finanziari utili a fini gestionali, la lettura di tutti gli indici consente diverse modalità di rappresentazione e di utilizzo. In particolare il sistema *Balanced Score Card* (BSC) viene proposto da Kaplan e Norton all'inizio degli anni Novanta come sistema per misurare e gestire le risorse immateriali e ha lo scopo primario di integrare i normali indicatori che visualizzano la prospettiva finanziaria con altre variabili di diversa natura per superare i limiti dei sistemi basati prevalentemente su misure economico-finanziarie. La *Balanced Scorecard* fornisce uno schema che permette di analizzare, esplicitare e misurare le modalità con cui l'azienda crea valore attraverso quattro prospettive: economico-finanziaria; dei clienti: traduce principi generali di orientamento al cliente, al fornitore e ai terzi in specifici indicatori che riflettono ciò che questi si attendono dall'azienda; dei processi interni: evidenzia le azioni da realizzare all'interno dell'impresa per migliorare ulteriormente la capacità a soddisfare le aspettative dei consumatori; e del personale: per raggiungere gli obiettivi ambiziosi definiti nelle prospettive finanziaria, cliente e processi interni, è necessario progredire continuamente anche su altre aree come quella delle risorse umane, del clima aziendale e dei sistemi informativi.

Si tratta di uno strumento di gestione bilanciato, in quanto le misure economico-finanziarie coesistono con quelle quantitativo-fisiche e qualitative, la prospettiva di breve con quella di lungo termine e l'orientamento all'interno con quello all'esterno. In riferimento a ciascuna di queste dimensioni vengono formulati obiettivi specifici, tra loro collegati da relazioni causa-effetto ed esplicitati quantitativamente attraverso appropriati indicatori, distinti tra misure di risultati finali e misure di risultati intermedi.

Per ciascuna prospettiva sono definiti indicatori *driver* della performance (*lead indicator*) ed indicatori che misurano gli *output* degli obiettivi strategici (*lag indicator*). Attraverso la costruzione di questi set di indicatori economici, opportunamente bilanciati e coordinati, si cerca di comprendere le dinamiche che intervengono nel processo di creazione del patrimonio intellettuale. Negli anni più recenti, a complemento del modello, è stata proposta una *strategy map*, ovvero, uno schema generale adattabile ai singoli contesti aziendali che si affianca alle quattro prospettive di analisi. Si tratta di uno strumento per specificare i risultati desiderati e le ipotesi sul raggiungimento degli stessi (Kaplan & Norton, 2001). È importante notare che, la BSC non è solo uno strumento di controllo, ma è un vero e proprio strumento strategico. Tramite le mappe strategiche si possono evidenziare come vari aspetti interagiscono tra di loro, per arrivare al successo economico e competitivo. Il punto di forza del modello è dato dal fatto che riesce a rappresentare in estrema sintesi la performance aziendale. Tuttavia, quella immateriale viene presa in considerazione solo in relazione agli aspetti ritenuti critici ai fini aziendali con il rischio che il

management escluda importanti indicatori solo perché non rientrano in una delle quattro aree previste. Pertanto, per gestire correttamente le risorse immateriali si rendono necessari dei sistemi di misurazione ad hoc in maniera tale da coglierne le dinamiche di sviluppo (Chiucchi, 2004).

Un altro sistema di controllo e *reporting* è lo *Skandia Navigator* elaborato da Leif Edvinsson nei primi anni Novanta e successivamente sviluppato insieme a Malone. Il modello è definito *value scheme* in quanto esplicita e interpreta il processo di creazione del valore. Secondo tale schema, il valore di mercato dell'impresa si articola in due componenti fondamentali: il capitale finanziario e il capitale intellettuale. In particolare, il secondo elemento comprende l'insieme degli *asset* intangibili dell'impresa e rappresenta la componente del valore che tradizionalmente sfugge alla rilevazione contabile a causa della difficile traduzione in termini monetari. Per gestire le componenti viene proposto il *Business Navigator* il quale si compone di cinque focus che solitamente vengono rappresentate come una casa. Alla base viene rappresentato il focus sul rinnovamento e sullo sviluppo che attiene alle modalità con cui l'azienda si prepara ad affrontare le sfide future, a cogliere opportunità di crescita: si tratta di individuare la potenzialità di sviluppo. Ai lati si trovano il focus sul cliente e sui processi, tali elementi forniscono informazioni consuntive circa i clienti e il mercato, al fine di evidenziare come gestire le varie relazioni e come usare strumenti a propria disposizione per creare valore. Al vertice viene posizionato il focus finanziario che rappresenta la performance aziendale passata, dalla sua analisi si cerca di capire quelle che saranno le prospettive economiche future. Il focus sulle risorse umane si trova al

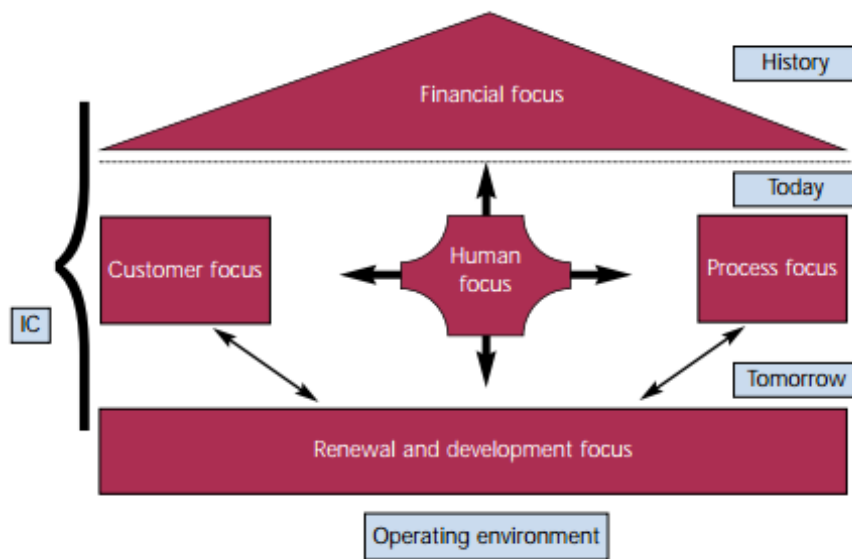
centro del *Navigator*: non a caso rappresenta la risorsa più difficile da valutare e da essa dipende l'esistenza e il funzionamento di tutti gli elementi del capitale intellettuale.

Il *Business Navigator*¹⁶ consente di monitorare, nel tempo, gli indicatori selezionati allo scopo di cogliere le interrelazioni tra i vari indicatori ed ottenere una comprensione globale dell'organizzazione e del modo in cui crea valore. Tale sistema è ritenuto efficace anche per migliorare la comunicazione verso l'esterno, integrando le informazioni pubblicate tradizionalmente con quelle relative al capitale intellettuale. Il gruppo bancario-finanziario svedese Skandia, dal 1991, ha applicato tale modello sviluppandone una sua specifica applicazione: lo *Skandia Navigator* descritto nella figura 4.

Lo svantaggio di tale sistema sta nel fatto che risulta soggettivo e eccessivamente firm specific.

¹⁶ Così chiamato perché ha lo scopo di guidare e aiutare i *manager* a gestire gli *intangibles* ai fini della creazione di valore.

Figura 4. Un modello di Business Navigator: lo Skandia Navigator



Fonte: Edvinsson & Malone (1997)

Infine, tra i diversi modelli Scorecard che possono essere presi in considerazione dalle imprese per la disclosure dei propri asset intangibili, si ritiene importante descrivere la Value Chain Scoreboard ideato da Lev (2001), con cui l'autore si propone di identificare le singole componenti dei processi e delle attività aziendali al fine di comprenderne, e quindi di misurarne, il contributo apportato al processo di creazione di valore. L'identificazione delle modalità con cui la conoscenza viene creata, integrata, trasformata e impiegata, richiede l'esistenza di relazioni trasversali all'interno dell'azienda. Per "catena di valore" Lev identifica proprio quel processo economico fondamentale d'innovazione che ha avvio con l'ideazione di nuovi prodotti, servizi e processi, prosegue con i momenti di sviluppo di queste idee e culmina nell'immissione sul mercato dell'output definitivo.

Negli ultimi decenni numerose organizzazioni internazionali hanno sperimentato sistemi volti a colmare la lacuna che caratterizza le pratiche di *accounting* le modalità di misurazione delle *performance* aziendali. Tale interesse mette in luce la volontà non solo degli accademici, ma anche delle istituzioni di individuare quali siano le caratteristiche che dovrebbero essere presenti nei report per consentire agli analisti di esprimere un giudizio circa l'effetto delle componenti di capitale intellettuale sulla performance dell'azienda. In ambito europeo è stato costituito l'*High Level Expert Group on the Intangible Economy* che ha finanziato i progetti di ricerca *Meritum* "*Measuring Intangibles to Understand and Improve Innovation Management*" e *Prism* "*Policy-Making, Reporting and Measurement, Intangibles, Skills development, Management*".

Il progetto *Meritum* (2002) ha coinvolto Spagna, Francia, Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia, allo scopo di creare un quadro di riferimento comune, utilizzabile in qualsiasi tipo di azienda, per identificare, misurare e gestire il capitale intellettuale. Al termine del progetto sono state pubblicate alcune linee guida per facilitare la gestione del capitale intellettuale, migliorare la *performance* aziendale, e per integrare la comunicazione verso gli *stakeholders* attraverso la redazione di un *report* che fornisca informazioni relative alle attività immateriali (Chiucchi, 2004). Il Progetto *Prism* nasce per diffondere la conoscenza del bilancio dell'intangibile, studiarne le caratteristiche e definire gli indicatori e gli *standard* (Previati e Vezzani, 2007).

Altri studi rilevanti coinvolgono alcuni paesi nordici (Danimarca, Finlandia, Islanda, Norvegia e Svezia), attraverso la promozione del progetto *Nordika – Measuring and*

Reporting Intellectual Capital da parte del Nordic Industrial Fund con lo scopo di favorire la collaborazione, tra tali paesi, nello studio, nella misurazione e nel *reporting* degli *intangibili*. Anche tale progetto si è concluso con la pubblicazione di linee guida per la gestione ed il *reporting* del capitale intellettuale. Successivamente, sempre nel 2001, il Nordic Industrial Fund ha finanziato un nuovo progetto chiamato *FRAME* “*Join Framework for Methods of Knowledge Management and Communication*” terminato nel 2003. Tale progetto si poneva come prosecuzione del progetto *Nordika*, l’approccio utilizzato, gli obiettivi perseguiti e i soggetti partecipanti sono sostanzialmente gli stessi, ma dando particolare evidenza alla relazione tra capitale intellettuale e performance aziendale al fine del monitoraggio.

La Commissione Europea ha poi costituito nel 2006 un gruppo di esperti che nel 2007 ha pubblicato il documento *Ricardis “Reporting Intellectual Capital to Argument Research, Development and Innovation in SMEs”* il quale include una serie di raccomandazioni in materia. Si sono interessati di *accounting* degli *assets* intangibili anche organizzazioni universitarie e centri di ricerca, con i progetti *PRIME “Policies for Research and Innovation in the Move towards the European Research Area”* e *OEU “Observatory of European University”* (Abbatino e Angeletti, 2013).

La necessità di garantire un maggiore considerazione del capitale intellettuale ha interessato poi anche singoli paesi europei, in particolare si trovano iniziative come quella del governo danese per la realizzazione di un report del capitale intellettuale.

Le linee guida danesi sono basate su un approccio diverso rispetto alla tripartizione classica del capitale intellettuale, si ritiene infatti che tale classificazione non sia in

grado di cogliere le interazioni e lo sviluppo delle categorie. Inoltre sono in contrasto con l'assunto che il capitale intellettuale scaturisca come differenza fra il valore di mercato e di bilancio ed evidenziano che gli indicatori ottenuti con questo assunto non sono standardizzabili, ma fortemente condizionati delle singolarità aziendali. Secondo le ricerche danesi il capitale intellettuale è un fenomeno che si crea, si sviluppa, e si consolida attraverso le relazioni che si istaurano tra gli elementi eterogenei di cui è costituito e solo le azioni di *knowledge management* permettono la coesione di detti elementi (Bukh, Larsen, & Mouritsen, 2005).

Sulla base delle linee guida danesi, il bilancio del capitale intellettuale si compone di quattro elementi. Il primo è la narrazione della conoscenza che evidenzia su quali risorse si deve far leva per creare un valore per il cliente. Le sfide di gestione, sono un set di sfide manageriali che l'azienda deve superare per realizzare la propria strategia, ovvero, aspettative su come l'impresa intende svolgere la propria attività. Gli ultimi elementi sono: un set di azioni che devono essere attuate per portare avanti le sfide manageriali ed un set di indicatori che permetta di verificare se le azioni sono state lanciate. I quattro elementi confluiscono nell' *Intellectual Capital Statements*. Dal momento che sono intergrati tra loro si evince che la logica di redazione deve essere di tipo iterativo per cui ogni fase influenza quella successiva.

L' *Intellectual Capital Statements* è un report, addizionale al classico bilancio, utile non solo per migliorare la gestione, ma anche per rendere più efficace la comunicazione con gli *stakeholders*.

3.4. La disclosure di CI e i costi della raccolta di capitali

Allo scopo di esaminare l'utilità dei modelli descritti, numerosi studi hanno analizzato l'entità delle informazioni di capitale intellettuale divulgate dalle imprese a seguito della diffusione di tali strumenti.

Una review di tali studi suggerisce che la divulgazione delle informazioni di capitale intellettuale è stata generalmente limitata (Guthrie e Petty, 2000; Brennan, 1997), tuttavia crescente nel tempo (Williams, 2001; Bukh et al., 2005; Abeysekera e Guthrie, 2005; Vandermaele et al., 2005) anche per le imprese per le quali gli asset intangibili non sono considerati *value driver* (Unerman et al. 2007). La motivazione di tale interesse potrebbe essere proprio il ruolo che le informazioni non finanziarie hanno nel ridurre l'asimmetria informativa tra investitori e azienda e ridurre in tal modo il costo del capitale.

Il legame tra la divulgazione delle informazioni (disclosure) e il costo del capitale di un'azienda, è un tema molto studiato dalla letteratura. Gli studi teorici suggeriscono che una maggiore disclosure comporti una riduzione del costo del capitale, e gran parte degli studi conferma tale assunzione, tuttavia alcune ricerche recenti evidenziano risultati opposti.

L'idea alla base di tale intuizione è che un'azienda che fornisce maggiori informazioni circa la propria attività riduce l'asimmetria informativa nel mercato dei capitali. Alcuni studiosi sostengono che un ambiente caratterizzato da asimmetria informativa favorisce la selezione avversa nel mercato (Diamond e Verrecchia, 1991; Handa e Linn, 1993), che spinge gli investitori meno informati ad essere riluttanti

nell'acquistare azioni per evitare perdite potenziali, riducendo di conseguenza la liquidità del mercato (Welker, 1995). Tale situazione costringe le aziende che desiderano finanziarsi nel mercato, ad emettere azioni ad un prezzo più basso, realizzando una raccolta di capitali inferiore. Botosan (2006) evidenzia che, a parità delle altre condizioni, gli investitori preferiscono azioni con minore asimmetria informativa, data la maggiore domanda di tali titoli i prezzi sono più elevati e il costo del capitale minore, favorendo in tal modo la raccolta di capitale da parte dell'azienda. Dunque, se la divulgazione di informazioni mitiga l'asimmetria informativa, secondo la teoria esiste una relazione negativa tra disclosure e costo del capitale. In un ambiente competitivo come quello di oggi la logica sottostante questa teoria è particolarmente rilevante nel contesto del reporting delle informazioni relative al capitale intellettuale (Aboody e Lev, 2000; Mangena, Pike e Li, 2010). Aboody e Lev (2000) sostengono che l'asimmetria informativa esistente tra azienda e investitori nell'ambito degli investimenti in capitale intellettuale è più elevata rispetto a quella associata ad investimenti reali e finanziari, a causa dell'unicità che caratterizza i primi a seconda dell'azienda considerata, inoltre il reporting degli investimenti in capitale intellettuale non è regolato. La diffusione di informazioni di capitale intellettuale favorisce la comprensione da parte del mercato del valore prospettico dell'azienda e della sua capacità di creare valore nel tempo permettendo un aumento dell'efficienza del mercato dei capitali riducendo i costi (diretti e indiretti) della raccolta (Lev, 2001; Williams, 2001; Beattie e Thomson, 2007; Guthrie et al., 2007).

A partire dagli studi teorici, numerose ricerche empiriche hanno esaminato l'associazione tra la disclosure e il costo del capitale azionario utilizzando metodologie spesso differenti, proprio a causa delle misure troppo generiche i risultati sono difficili da confrontare, perciò sono necessarie ricerche addizionali per spiegare alcuni fenomeni anomali che risultano dalla letteratura.

3.5. Il ruolo del CI nella performance dell'IPO

Analizzare le variabili della disclosure e il costo del capitale in senso generico porta a risultati controversi nella letteratura in parte dovuti all'utilizzo di misure molto diverse sia nella valutazione del grado di disclosure che per la definizione dei costi del capitale. Per trovare dei risultati credibili può essere utile concentrarsi su una misura specifica di disclosure, che nel nostro caso è il capitale intellettuale, e una misura specifica di costo, nel nostro caso l'underpricing.

Il bisogno di informazioni di capitale intellettuale è importante perchè nel momento dell'IPO l'asimmetria è particolarmente alta (Guo et al. 2005; Singh e Van Der Zahn 2007). Molti studi hanno investigato l'IC disclosure nei report annuali delle compagnie (Guthrie et al., 2004; Vergauwen et al., 2007). Tuttavia i report finanziari tradizionali non sono sufficienti ad analizzare il capitale intellettuale in quanto pongono poca attenzione all'analisi di tali elementi (Riegler & Hollerschmid, 2006). Solo recentemente alcuni studiosi hanno proposto l'utilizzo dei prospetti dell'IPO per estrapolare le informazioni di capitale intellettuale (Bukh et al, 2005; Cordazzo 2007; Singh e Van Der Zahn, 2007; Warn e Somasundaram, 2010; See e Rashid, 2011). Il

prospetto è un documento informativo dettagliato che è preparato per adempiere agli obblighi stabiliti dallo stock exchange nel caso in cui un'azienda decida di emettere le proprie azioni al pubblico. Lo scopo è quello di assicurare che gli investitori e gli analisti abbiano accesso alle informazioni che riguardano una società prima dell'IPO. Tali documenti forniscono informazioni relative alle competenze dei dipendenti, alla capacità del management, all'andamento attuale e le previsioni circa il futuro e ad altri asset di proprietà dall'impresa che permettono di far comprendere agli investitori che acquistare le azioni della stessa permetterà loro di ottenere un rendimento.

Pochi studi hanno indagato fino ad ora l'effetto della disclosure di capitale intellettuale contenuta nei prospetti IPO sulla performance del primo giorno di contrattazione dei titoli di un'azienda che si quota. Tali studi utilizzano metodologie differenti, facendo spesso riferimento a classificazioni di CI proposte da autori diversi, giungendo a risultati contrastanti.

Le prime ricerche sono effettuate da Dimovski e Brooks (2004 e 2006) i quali analizzano un campione di IPO australiane tra il 1994 e il 1999. Tale studio rivela una correlazione negativa tra l'UP e il livello di informazioni di una serie di variabili di CI. I ricercatori suggeriscono quindi che una maggiore disclosure di CI garantisce una riduzione delle asimmetrie informative e permette quindi che il prezzo sia fissato ad un livello più vicino al valore vero dell'azienda.

Hanley e Hoberg (2010) esaminano un campione di 2112 IPO Statunitensi emesse tra il 1996 e il 2005, e sostengono che le offerte con maggior contenuto informativo nel periodo pre IPO hanno un *range* di prezzo più accurato e, di conseguenza, minore

price adjustment e minore underpricing. Informazioni non finanziarie simili, sono considerate da Ding (2015) nel contesto delle IPO nel mercato Australiano, fornendo ulteriore supporto al ruolo attribuito alle informazioni contenute nella sezione dedicata ai fattori di rischio, nel diminuire il livello di underpricing.

Risultati opposti sono trovati da Singh e Van Der Zahn (2007) i quali analizzano la relazione tra ICD e UP di un campione di aziende quotate nel mercato di Singapore..

L'obiettivo del loro studio è quello di dimostrare una relazione inversa tra le variabili di capitale intellettuale e il livello di underpricing, sulla base dei concetti di incertezza *ex ante* e asimmetria informativa. Al contrario delle aspettative le loro evidenze empiriche suggeriscono una relazione positiva tra underpricing e disclosure di capitale intellettuale. Ulteriori analisi mostrano che questo risultato è più evidente nei settori che fanno più utilizzo di capitale intellettuale, ma permane anche in tutti gli altri settori. Gli studiosi forniscono una serie di spiegazioni tra cui il litigation risk, questioni di marketing e, in modo particolare sostengono un eventuale bid up da parte degli investitori secondari.

La spiegazione che fa riferimento al litigation risk si inquadra nella cornice delle spiegazioni istituzionali, ed ha come idea di base il fatto che le società deliberatamente vendono le loro quote scontate per ridurre la probabilità di future cause legali attivate da azionisti delusi dalle performance post-IPO dei loro titoli (Tinic, 1988; Hughes e Thakor, 1992 e Hensler, 1995). Le aspettative positive degli investitori a seguito di informazioni sul capitale intellettuale inducono gli stessi a far aumentare in modo aggressivo il prezzo di mercato (Bontis, 2001; Garcia-Meca et al., 2005). Allo stesso

tempo l'emittente potrebbe tenere il prezzo di offerta basso, invece di alzarlo al livello che gli investitori sarebbero disposti a pagare, allo scopo di evitare il rischio che, nel caso in cui i benefici attesi non si realizzino, ci siano cause legali e perdite di reputazione. Il rischio di essere citati non è, comunque, economicamente significativo in Australia (Lee, Taylor e Walter, 1996), Finlandia (Keloharju, 1993), Germania (Ljungqvist, 1997), Giappone (Beller, Terai e Levine, 1992), Regno Unito (Jenkinson, 1990), tutti paesi in cui si riscontra l'underpricing. Inoltre il capitale intellettuale è riconosciuto come una risorsa chiave per il vantaggio competitivo (Barney, 1991), quindi è azzardato pensare che l'emittente possa fornire informazioni di questo tipo se non convinto di poter effettivamente averne un vantaggio.

Un secondo fattore può essere legato ad una tecnica di "promozione" del titolo: Demers e Lewellen (2003) ipotizzano che gli emittenti potrebbero consapevolmente assorbire il costo di ricevere meno profitti dall'IPO tenendo il prezzo di offerta basso, per beneficiare dell'attenzione dei media e la pubblicità che seguono ad alti ritorni nel primo giorno di negoziazione. L'attenzione dei media produrrebbe un aumento delle vendite e della fedeltà dei clienti. La maggiore difficoltà che si riscontra con questo approccio sta nell'effettiva influenza delle informazioni di IC sull'attenzione dei media (teorie del signaling nell'ambito dell'underpricing).

Hanley e Hoberg (2008) considerano la relazione che intercorre tra le informazioni strategiche fornite nei prospetti delle IPO e il price adjustment, trovando una relazione positiva con entrambe le variabili. Anche se non si riferiscono direttamente al CI, considerano delle informazioni non finanziarie contenute nel prospetto che

riguardano la sezione del rischio, trovando che maggiore è la quantità di informazione, maggiore è il prezzo di offerta finale, si osserva però anche un aumento dell'underpricing.

Cardi e Mazzoli (2015) propongono di colmare alcune delle limitazioni principali degli studi precedenti. In primo luogo costruiscono 6 indicatori dettagliati di ICD, a partire da uno studio di Cordazzo (2007), al contrario delle ricerche passate che utilizzano indicatori troppo sintetici o si riferiscono ad un numero ristretto di elementi; inoltre, considerano la profondità dell'informazione, attribuendo un punteggio a ciascuna informazione non finanziaria fornita nel prospetto. Infine ricercano gli effetti della ICD sui risultati dell'IPO considerando il fenomeno separatamente del mercato primario e nel mercato secondario, analizzando l'impatto della ICD sia sul price adjustment, che informa sulle revisioni del prezzo di offerta nel *range* di prezzo fissato durante il periodo pre-IPO, sia sull'underpricing, che è la differenza percentuale tra il prezzo a cui vengono vendute le azioni del mercato secondario e il prezzo di offerta a cui erano state vendute agli investitori istituzionali. I risultati indicano che la disclosure di CI presente nei prospetti dell'IPO è positivamente associata al price adjustment: maggiore informazione sul capitale intellettuale influenza il bookbuilding nel mercato primario in termini di un aumento nell'ammontare di denaro raccolto. La disclosure di CI presente nei prospetti dell'IPO è, d'altra parte, positivamente associata all'underpricing: nonostante l'incremento del prezzo di offerta, maggiore disclosure di CI determina un maggior underpricing dovuto all'incremento del prezzo di mercato determinato dagli

investitori del mercato secondario che non vogliono perdere una buona occasione di investimento.

Capitolo 4.

Analisi empirica del mercato italiano

4.1. Motivazioni dello studio e definizione delle ipotesi

Con il presente studio si intende analizzare la relazione tra le informazioni relative al capitale intellettuale (CI), fornite dalle imprese in fase di quotazione, e il successo dell'Initial Public Offering¹⁷ (IPO).

L'analisi muove da un contesto in cui sappiamo che le informazioni che riguardano le attività non finanziarie, in particolare le attività di capitale intellettuale, svolgono un ruolo fondamentale nel permettere agli investitori e a tutti i soggetti che ne hanno interesse, di percepire in modo più preciso il valore dell'azienda, attraverso una conoscenza più completa del business (Holland, 2006; Buhk, 2003; Holland e Johanson, 2003; See e Rashid, 2011).

Tale funzione è ancora più rilevante nel contesto delle IPO che è di per sé una realtà caratterizzata da un'asimmetria informativa elevata, essendo le compagnie che emettono l'IPO poco conosciute dagli investitori e dagli analisti in quanto nuove nel mercato (Guo et al. 2005; Singh e Van Der Zahn 2007; See e Rashid 2011).

Il dibattito nasce in quanto, nonostante la letteratura degli ultimi dieci anni riconosca l'importanza delle attività intangibili per il successo dell'impresa, si osserva che nella

¹⁷ Il successo dell'operazione è inteso come maggior ammontare raccolto a parità di azioni emesse o minori azioni emesse a parità di ammontare raccolto.

realtà le imprese sono restie a fornire informazioni che riguardano questo tipo di attività, a causa del timore di perdere il proprio vantaggio competitivo o di incorrere in costi che si rivelino non necessari (Mangena, Pike and Li, 2010). In breve la disclosure di capitale intellettuale viene considerata più come un costo che come un'opportunità.

Questo lavoro contribuisce a risolvere tale dibattito focalizzando l'interesse sugli effetti che le informazioni di CI producono sul successo dell'IPO.

Dall'analisi della letteratura emerge che gli studi precedenti falliscono nel fornire un'interpretazione consistente della relazione suddetta, lasciando irrisolta la questione della convenienza del fornire le informazioni non finanziarie delle aziende quotate.

Le ricerche passate, per analizzare la relazione si focalizzano sul collegamento tra disclosure di IC e l'underpricing che caratterizza l'IPO. L'underpricing (UP) è la differenza percentuale tra il prezzo di mercato e il prezzo di offerta finale, ed è considerato come un costo opportunità in termini di denaro che, si dice, l'azienda "lasci sul tavolo", vendendo le azioni ad un prezzo più basso di quello di mercato.

Tale letteratura trova in maggior parte un'associazione positiva attribuendo alla disclosure di capitale intellettuale, un costo opportunità.

Singh e Van Der Zahn (2007), analizzano la relazione tra IC disclosure e UP di un campione di aziende quotate nel mercato di Singapore. Le loro evidenze empiriche suggeriscono una relazione positiva, ed il risultato è più evidente per le aziende che dipendono in modo maggiore dal CI, ma rimangono significativi per tutto il campione.

Gli studiosi forniscono una serie di spiegazioni tra cui il litigation risk, questioni di marketing e un eventuale bid up degli investitori secondari.

Hanley e Hoberg (2012) considerano anche la relazione che intercorre tra le informazioni strategiche fornite nei prospetti delle IPO e il price adjustment, trovando una relazione positiva con entrambe le variabili. Anche se non si riferiscono direttamente al CI, considerano delle informazioni non finanziarie contenute nel prospetto che riguardano la sezione del rischio, trovando che maggiore è la quantità di informazione, maggiore è il prezzo di offerta finale, si osserva però anche un aumento dell'underpricing.

Risultati opposti sono trovati da Dimovski e Brooks (2004 e 2006) che analizzano un campione di IPO australiane tra il 1994 e il 1999. Tale studio rivela una correlazione negativa tra l'UP e il livello di informazioni di una serie di variabili di CI. I ricercatori suggeriscono quindi che una maggiore disclosure di CI garantisca una riduzione delle asimmetrie informative e permetta quindi che il prezzo sia fissato ad un livello più vicino al valore vero dell'azienda.

Vediamo quindi che la letteratura non è molto ampia e porta a risultati contrastanti. Cardi e Mazzoli (2015) mettono in evidenza, e si propongono di colmare, tre limitazioni principali degli studi precedenti: in primo luogo le ricerche passate utilizzano indicatori sintetici per rappresentare la disclosure di CI o si riferiscono ad un numero ristretto di elementi; inoltre, indicano solo la presenza dell'informazione attraverso una variabile dummy, senza considerare quanto l'informazione sia profonda, manca quindi un'investigazione più accurata dell'informazione fornita.

Infine associano all'aumento dell'UP solo un costo dovuto alla minore somma di denaro raccolta, senza investigare le origini dell'UP stesso, che è funzione sì del prezzo finale, ma anche del prezzo di offerta. L'attribuzione di un mero costo potrebbe essere una conclusione prematura, infatti potrebbe accadere che, oltre all'evidenza dell'Underpricing maggiore, le informazioni di CI possano determinare un prezzo di offerta maggiore durante le negoziazioni del mercato primario, rispetto ad una situazione in cui le informazioni non vengono fornite. Se così fosse non ci sarebbe solo un aumento dell'UP, ma anche un aumento del prezzo a cui le azioni vengono vendute e quindi maggiori capitali raccolti (come evidenziato dal price adjustment).

In linea con Cardì e Mazzoli (2015) in questo lavoro si ipotizza che la disclosure di CI abbia un impatto sia sul price adjustment del mercato primario, che informa sulle revisioni del prezzo di offerta nel *range* di prezzo fissato durante il periodo pre-IPO, sia sull'underpricing del mercato secondario, che è la differenza percentuale tra il prezzo a cui vengono vendute le azioni del mercato secondario e il prezzo di offerta a cui erano state vendute agli investitori istituzionali. Si parte quindi dall'assunzione che non sia corretto ricercare gli effetti che la disclosure di CI produce sui risultati dell'IPO senza considerare il fenomeno separatamente nel mercato primario e nel mercato secondario.

Cardì, Mazzoli e Severini (2016) per investigare l'effetto della ICD sui risultati dell'IPO e se l'evidenza che risulta sia dipendente dalla classificazione delle informazioni di CI, svolgono l'analisi dei contenuti considerando due differenti classificazioni del CI. Da una parte si fa riferimento alla metodologia proposta

da Cordazzo (2007), che prevede 87 indicatori raggruppati in sei dimensioni (Risorse Umane; Clienti; Information Technology; Processi; Ricerca e Sviluppo; Strategie).

Dall'altra parte utilizzano la classificazione proposta da Li, Pike and Haniffa (2008), che comprende 61 indicatori raggruppati in 3 dimensioni (Capitale Umano, Capitale Relazionale e Capitale Strutturale).

I risultati riscontrati permettono una interpretazione generale degli effetti del capitale intellettuale sulla performance dell'IPO nel mercato primario e nel mercato secondario, tuttavia nonostante si osservi che le informazioni tecniche costituiscano la categoria che influenza maggiormente il comportamento del mercato primario e che le informazioni maggiormente comunicative e più facilmente trasferibili in termini monetari influiscano sul comportamento del mercato secondario, alcune differenze tra i modelli non permettono di fornire informazioni più precise ai soggetti interessati.

Partendo dai diversi risultati proposti dalla letteratura precedente le ipotesi di questo lavoro sono le seguenti:

HP1: La disclosure di CI presente nei prospetti dell'IPO è positivamente associata al price adjustment.

Il price adjustment è inteso come l'espressione delle contrattazioni che avvengono nel mercato primario tra l'emittente, l'underwriter e gli investitori istituzionali che prendono parte alle consultazioni pre-IPO.

Gli investitori del mercato primario apprezzano le informazioni di CI in quanto riducono l'incertezza che tali soggetti subiscono e il costo che avrebbero dovuto

sostenere per procurarsi le informazioni se non fossero state divulgate. Si ipotizza dunque che l'emittente possa mantenere un prezzo di offerta relativamente elevato, generando una relazione positiva tra il un price adjustment e le informazioni di CI.

In particolare ci si aspetta che il price adjustment sia maggiormente influenzato da variabili di CI più tecniche e più difficili da interpretare, come le informazioni relative alle Risorse Umane e all'Information Technology.

HP2: La disclosure di CI presente nei prospetti dell'IPO è positivamente associata all'underpricing.

Nonostante l'incremento del prezzo di offerta, maggiore disclosure di CI determina un maggior underpricing dovuto all'incremento del prezzo di mercato. In linea con Singh e Van der Zahn (2007) si ipotizza che un aumento delle informazioni di CI intellettuale divulgate, induca gli investitori del mercato secondario a richiedere aggressivamente le azioni, causando un aumento del prezzo dei titoli, spinti dalla paura del rimpianto che potrebbe causare la perdita una buona occasione di investimento. Questa ipotesi è coerente anche con la letteratura che esamina la relazione tra i prezzi delle azioni e indicatori di CI specifici (Lev e Sougiannis, 1996; Ballester et al., 2003) dalla quale risulta che i prezzi delle azioni sono positivamente associati con la stima della Ricerca e Sviluppo svolta dall'azienda. Dunque ci si aspetta che gli investitori del mercato secondario apprezzino le variabili di CI più facilmente comprensibili come quelle relative alla Ricerca e Sviluppo.

4.2. Descrizione del modello

Allo scopo di indagare l'effetto della disclosure di informazioni di capitale intellettuale sulla performance dell'IPO, è stata condotta una analisi dei contenuti di un campione di 74 prospetti IPO di aziende che si sono quotate per la prima volta in Borsa Italiana tra il 2004 e il 2014¹⁸.

I prospetti IPO di ciascuna delle aziende del campione sono stati ottenuti da Borsa Italiana. Le informazioni circa le caratteristiche economiche dell'azienda e i dettagli di ogni IPO sono state raccolte da Thomson DataStream, Borsa Italiana e da un database acquistato dalla Universoft (Università di Bergamo), utilizzato da altri autori in ricerche precedenti (si veda Vismara et al. 2012). La tabella 6 fornisce una descrizione specifica delle variabili e delle fonti.

4.2.1. Misura dei risultati dell'IPO

Secondo quanto suggeriscono Barry e Jennings (1993), Chang et al. (2008), Bradley et al. (2009) e Cardi e Mazzoli (2015) è opportuno tenere distinti gli effetti che si verificano durante il bookbuilding da quelli che si manifestano nella prima giornata di negoziazione. Pertanto, ai fini dell'analisi, il Price Adjustment (definito nell'equazione [1]) e l'underpricing (definito nell'equazione [2]) vengono esaminati

¹⁸ In origine le aziende quotate in Borsa Italiana sono 80, ma a causa di alcuni dati mancanti il campione si riduce a 74.

separatamente, in quanto le variabili che influiscono sulla dinamica dei prezzi e gli operatori interessati sono diversi. Infatti, i soggetti tipicamente coinvolti nel mercato primario sono investitori istituzionali (i.e. fondi comuni di investimento, limited trust, banche e venture capitalists) che possiedono, non solo maggiori risorse, ma anche competenze più elevate per fronteggiare il problema dell'asimmetria.

$$PA = (OP - MFP) / MFP \quad [1]$$

$$UP = (MP - OP) / OP \quad [2]$$

Dove: PA è il price adjustment; OP è il prezzo di offerta finale dell'IPO; MFP è il midpoint del range di prezzo iniziale [i.e. (prezzo massimo + prezzo minimo) / 2]; UP è l'underpricing che l'azienda genera vendendo le proprie azioni ad un prezzo più basso del prezzo di mercato atteso, al netto della performance del mercato nello stesso giorno¹⁹; MP è il prezzo di mercato di chiusura del primo giorno di contrattazioni.

¹⁹ Per calcolare la performance del mercato è stato utilizzato l'indice FTSE MIB.

4.2.2. Misura del capitale intellettuale

Alcuni studiosi sostengono che il valore delle variabili di capitale intellettuale può essere compreso solo esaminando la dinamica delle intercorrelazioni tra gli elementi (Rastogi, 2003 e Swart, 2006). Questo studio esplora l'evoluzione degli elementi di capitale intellettuale tramite l'analisi delle componenti principali (Principal Component Analysis - PCA) per mostrare, se esiste, un legame tra le dimensioni specifiche di capitale intellettuale e la performance dell'IPO.

L'utilizzo di una metodologia basata sull'analisi delle componenti, può essere preferibile rispetto all'utilizzo di indici che sintetizzano le variabili in base a classificazioni teoriche (Cardi, Mazzoli and Severini, 2015) in quanto permette di ottenere informazioni maggiori attraverso una analisi che indichi le specifiche componenti che contribuiscono alla performance della specifica variabile (Tinsley and Brown, 2000).

In particolare, si osserva la rappresentazione degli elementi di capitale intellettuale presenti nel prospetto informativo delle società emittenti l'IPO, tramite una analisi delle componenti principali, applicata ad 87 variabili suggerite da un lavoro di Cordazzo (2007). Gli elementi proposti da Cordazzo (2007) sono particolarmente adatti al fine di questo lavoro in quanto adattati al contesto specifico italiano e dunque appropriati per il campione investigato. Si esamina in profondità l'informazione

fornita circa i numerosi elementi, attribuendo un punteggio da 0 a 3 a seconda della completezza dell'informazione²⁰.

I risultati dell'analisi dovrebbero essere utili sia per gli accademici che per i professionisti al fine di comprendere quali specifiche componenti di capitale intellettuale risultano incidere sulla performance dell'IPO in modo da svilupparle e incrementarle all'interno di un'organizzazione (Bontis, 1998).

Per stabilire il numero di componenti da estrarre si è utilizzato il metodo dell'autovalore maggiore di 1²¹. Al fine di facilitare l'interpretazione delle componenti si applica una rotazione del tipo Varimax. L'impiego di una rotazione ortogonale richiede di osservare la matrice delle componenti rotate, in cui sono contenuti i coefficienti che indicano il grado di associazione tra le singole variabili e le componenti, dopo la rotazione. Ogni variabile dovrebbe avere un coefficiente adeguato nella matrice, in corrispondenza di un solo componente²².

²⁰ Sebbene tale valutazione possa avere un carattere soggettivo, assicura che eventuali dati irrilevanti o ridondanti non siano considerati come elementi strategici (Gibbins et al. 1990; Botosan, 1997; Brammer e Pavelin, 2006). Inoltre si sceglie un campione di imprese italiane per evitare fraintendimenti dovuti alla lingua.

²¹ Numerosi autori suggeriscono il metodo dell'autovalore >1, nonostante la giustificazione sia complessa e incerta. Per una review dei metodi di analisi fattoriale e delle componenti principali si vedano Hair et al. (2005) e Barbaranelli (2003).

²² Nonostante non esista una regola scientifica stabilita, le pratica internazionalmente accettata considera adeguato un loading maggiore o uguale a 0.5 secondo un criterio più restrittivo (Hair et al, 1987) o maggiore o uguale a 0.30 rispetto ad un criterio meno restrittivo. Dopo la rotazione dei fattori alcuni elementi potrebbero non essere stati estratti in quanto il loro

L'analisi dei coefficienti (factor loadings) deve essere supportata dall'analisi della comunalità, la percentuale della varianza di una variabile spiegata dalla soluzione fattoriale, che deve avere un valore almeno superiore a 0,50-0,60 per quanto concerne le scienze sociali.

L'analisi delle componenti principali eseguita sulle 87 variabili proposte da Cordazzo (2007) dà luogo all'estrazione di 14 componenti di capitale intellettuale, come riportato nell'appendice 1.

Tali componenti sono poi utilizzate come variabili indipendenti in due serie di regressioni, una sul price adjustment, allo scopo di studiare gli effetti di tali componenti sulla performance dell'IPO nel mercato primario e l'altra sull'underpricing, per esaminare gli effetti nel mercato secondario.

4.3. Analisi empirica

Per studiare l'effetto delle componenti di CI sul processo di piazzaggio pre-IPO, si è stimata la serie di regressioni²³ indicata nell'equazione [3]:

$$PA = \alpha + \beta FIRM + \gamma IPO + \chi ICC_k + \varepsilon \quad [3]$$

La variabile dipendente è il price adjustment (PA) che misura la differenza percentuale tra il prezzo di offerta finale e il midpoint del *range* di prezzo, e informa sulle revisioni

coefficiente non era adeguato in corrispondenza di alcun componente o era adeguato in corrispondenza di più componenti ($\geq 0,30$).

²³ L'equazione 3 dà luogo a 14 modelli distinti, uno per ogni componente di capitale intellettuale considerata nell'analisi.

del prezzo di offerta nel *range* di prezzo fissato durante il bookbuilding, come indicato nell'equazione [1]. Nelle regressioni sono presenti variabili di controllo suddivise in tre gruppi: il primo e il secondo gruppo (FIRM e IPO) includono una serie di variabili comunemente utilizzate in letteratura per fornire informazioni rispettivamente sulle caratteristiche dell'azienda e sulle caratteristiche dell'IPO (come descritto nella tabella 6).

Il terzo gruppo di variabili esplicative (ICC) descrive le componenti di IC (si veda l'appendice 1 per una descrizione delle componenti e delle relative variabili).

Gli effetti della disclosure di capitale intellettuale sul prezzo di mercato sono successivamente studiati costruendo una seconda serie di regressioni (equazione [4]), in cui la variabile dipendente è l'underpricing, misurato come nell'equazione [2].

$$UP = \alpha + \beta_k PA + \gamma IPO + \delta FIRM + \chi ICC_k + \varepsilon \quad [4]$$

Il gruppo di variabili esplicative è per lo più lo stesso dell'equazione [3], con l'aggiunta del price adjustment che tiene conto dei risultati del bookbuilding, in linea con Hanley (1993). Solo altre piccole differenze nelle variabili sono osservabili a causa della specifica variabile dipendente che stiamo considerando.

La tabella 6 fornisce una descrizione delle singole variabili di controllo incluse nella categoria IPO e FIRM.

Tabella 6. Variabili di controllo per i modelli Price Adjustment e Underpricing

Variable	Label	Description	Source	Model
IPO	IPO year	Variabile Dummy (con valore 1 per gli anni con un numero di IPO maggiore della media del campione per tutto il periodo in esame)	Universoft	PA & UP
	Size of offer	Numero di azioni offerte nell'IPO diviso il numero di azioni <i>outstanding</i>	Universoft	PA & UP
	Underwriter's reputation	Numero delle IPO assistite dall'underwriter diviso il numero totale di IPO dell'intero periodo campione	Universoft	PA & UP
	Institutional demand	Percentuale di azioni richieste dagli investitori istituzionali diviso il numero totale di azioni richieste da investitori retail, istituzionali e impiegati	Universoft	PA & UP
	Venture Capital backed	n_VC è il numero di venture capitalists coinvolti nell'IPO; d_VC è una variabile dummy con valore 1 se almeno un VC è coinvolto nell'IPO	Universoft	PA& UP
	% range	Il range di prezzo del Bookbuilding diviso per il midpoint del range stesso	Universoft	PA
FIRM	Years of activity	Numero di anni di operatività dell'impresa	Thomson Datastream	PA& UP
	Volatility of earnings	Deviazione standard degli utili nei tre anni precedenti l'IPO	Universoft	PA
	Return on equity	Return on equity dell'impresa inteso come media dei tre anni precedenti	Thomson Datastream	UP
	Debt ratio	Debt ratio dell'azienda inteso come media dei tre anni precedenti	Thomson Datastream	PA& UP
	Technology Based Sector	Variabile dummy (valore 1 se l'impresa appartiene ad un settore tecnologico)	Universoft	PA& UP
	Market Share	Asset totali dell'azienda divisi per la somma degli asset totali delle aziende appartenenti allo stesso settore	Universoft	PA& UP

Tra le caratteristiche dell'IPO che vengono incluse nell'analisi troviamo una variabile riferita all'anno di quotazione (DUMMY_Year) che assume valore 1 negli anni in cui il numero di IPO è più alto del numero medio di IPO del campione e segnala quindi gli *hot period*²⁴, come suggerito da Lowry e Murphy (2007). La variabile SIZE è intesa come il rapporto tra le azioni offerte nell'IPO e le azioni in circolazione e ci si aspetta che sia negativamente collegata sia al price adjustment che all'underpricing, a causa della minore probabilità di razionamento (Hanley, 1993). La reputazione dell'underwriter (UW_REP) influenza il modo in cui viene fissato il prezzo di offerta, in quanto tali soggetti sono remunerati con una percentuale sull'ammontare totale dei fondi raccolti, pertanto migliore è la loro reputazione, maggiore è il potere di mercato di fissare il prezzo dell'IPO lontano dal valore intrinseco (Chemmanur a Krishnan, 2012). D'altra parte, la migliore reputazione dell'underwriter fa aumentare i ritorni del primo giorno di contrattazione (Carter et al., 1998; Liu e Ritter, 2011). Gli underwriter italiani non sono inclusi nei ranking internazionali (Boreiko e Lombardo,

²⁴ Alcuni ricercatori osservano un certo grado di ciclicità sia nel volume delle offerte sia nella grandezza degli extra-rendimenti iniziali (rendimenti dei titoli corretti per l'andamento di mercato). I primi sono Ibboston (1975) e Ritter (1984), i quali evidenziano che le IPO tendono a concentrarsi in alcuni periodi temporali, solitamente caratterizzati da underpricing superiori ai valori medi. Seguendo i principi della teoria dei mercati efficienti non ci sarebbero differenze tra lo scegliere di quotarsi nel periodo in cui il numero di nuove emissioni azionarie è particolarmente elevato (hot issue) o relativamente basso (cold issue). Si osserva invece che i manager preferiscono emettere nuovi titoli azionari quando il numero di nuove emissioni è già elevato, al contrario di quanto sostenuto dall'approccio tradizionale secondo il quale i manager non dovrebbero cercare il timing giusto per un'emissione.

2011) pertanto, ai fini dell'analisi, si fa uso del rapporto tra il numero di IPO seguite da ogni underwriter e il numero totale di IPO emesse nel periodo del campione (2004-2014) come proxy della reputazione, come suggerito da Signori, Meoli e Vismara (2013). L'interesse degli investitori istituzionali è stato preso in considerazione includendo nell'analisi la domanda dei fondi, come percentuale della domanda totale proveniente anche dagli investitori retail (INST_DEM) (Wyatt, 2014). Infine sono inserite alcune variabili che misurano l'incertezza dell'IPO considerata, in particolare, la presenza di Venture Capitalist (d_VC) ed il loro numero (n_VC) dovrebbe produrre un effetto positivo sul price adjustment in quanto gli investitori sono più propensi ad accettare prezzi di offerta più alti a fronte di una minore incertezza prodotta da tale figura (Guo et al., 2005). Allo stesso tempo, l'ampiezza del *range* di prezzo (RANGE) dovrebbe essere negativamente collegato al PA in quanto un *range* più ampio è associato ad una incertezza maggiore sui risultati dell'IPO (Hanley, 1993).

Per quanto concerne le variabili relative alle caratteristiche dell'azienda (FIRM), la prima fa riferimento all'età dell'azienda (AGE), documentata come misura dell'incertezza (Hanley e Hoberg, 2008). La quantità di informazioni di CI che vengono fornite è a discrezione dell'azienda, Barton e Waymire (2004) suggeriscono che le imprese di migliore qualità siano più propense ad effettuare una disclosure maggiore; al fine di evitare problemi di endogeneità sono state inserite alcune variabili che danno informazioni sulla qualità dell'azienda. In particolare, ci si aspetta un segno positivo per il Return on Equity (ROE), in quanto i manager sono più propensi a fornire informazioni quando le loro aziende mostrano buoni risultati (Dye, 2001;

Miller, 2002); l'incentivo dei manager a procurare maggiori informazioni aumenta con il livello di leverage (DEBT) nella struttura dell'azienda, il quale costituisce una proxy dei conflitti di agenzia tra shareholder e debtholder, per evitare possibili ripercussioni derivanti da tali conflitti, i manager delle aziende più indebitate prepareranno prospetti informativi di qualità migliore (Barton e Waymire, 2004). Tra le variabili che misurano la qualità si osserva anche la volatilità degli utili (CVEARN) calcolati come la deviazione standard nei tre anni precedenti l'IPO. Infine sono prese in considerazione l'appartenenza o meno ad un settore tecnologico (TECH) e la quota di mercato dell'azienda (MRKTSHR) intesa come il rapporto tra gli *assets* di ogni impresa e la somma degli *asset* totali delle aziende appartenenti allo stesso settore industriale.

Procedendo con le variabili *core* dello studio, come descritto nelle ipotesi proposte nella sezione 4.1., ci si aspetta che un'ampia divulgazione di informazioni relative agli elementi di CI permetta all'emittente di mantenere il prezzo di offerta alto (incrementando all'ammontare di risorse raccolte), dunque una relazione positiva tra la disclosure di CI e il PA. D'altra parte si ipotizza anche una relazione positiva tra le variabili di CI e l'Undepricing, in quanto il comportamento di acquisto degli investitori del mercato secondario produce un aumento eccessivo del prezzo, in seguito alle aspettative positive (dando luogo ad un costo opportunità in termini di "*money left on the table*").

Per evitare problemi di multicollinearità, tipici nelle analisi di regressione multivariata, sono stati calcolati e controllati sistematicamente i coefficienti VIF, ottenendo risultati che non richiedono ulteriori azioni di controllo.

Inoltre, allo scopo di testare la robustezza del modello, le regressioni sopra illustrate sono utilizzate nell'analisi di un altro set di variabili di CI, estratte dalla PCA eseguita su 61 elementi proposti da Li, Pike e Haniffa (2008) (si veda l'appendice 2 per una descrizione delle componenti e delle relative variabili). I risultati sono robusti e sono illustrati nella sezione 4.4.4.

4.4. Risultati

4.4.1 Statistiche descrittive

Di seguito si presentano alcune statistiche descrittive del campione. In particolare la tabella 7 e la tabella 8 mostrano, rispettivamente, come le IPO sono distribuite negli anni e per settore industriale.

La Tabella 7 mostra che il periodo tra il 2005 e il 2007 rappresenta un periodo cosiddetto *hot* per le IPO, con un numero quotazioni superiore del numero medio nel periodo d'esame totale (2004-2014).

La Tabella 8 indica che le società selezionate mostrano una composizione settoriale molto eterogenea, tuttavia, in maggior numero di IPO nel periodo 2004-2014 è avvenuto nei settori household goods & home construction, financial services, e personal goods.

Tabella 7. Distribuzione temporale delle IPO selezionate

Anno di quotazione	N° di aziende
2004	7
2005	12
2006	20
2007	23
2008	5
2009	1
2010	2
2011	1
2012	1
2013	2
2014	0
Numero totale di IPO	74
Numero medio di IPO	6.7

Nota: i dati del 2014 sono riferiti alla prima metà dell'anno solare (fino al 1/06/2014)

Fonte: *Ns elaborazione su dati Borsa Italiana*

Tabella 8. Distribuzione settoriale delle aziende del campione

Settore	N° di aziende
Automobiles & Parts	4
Construction & Materials	2
Electricity	3
Electronic & Electrical Equipment	2
Financial Services	8
Food & Drug Retailers_Producers	4
Gas, Water & Multiutilities	2
General Industrials	2
General Retailers	2
Health Care Equipment & Services	2
Household Goods & Home Construction	7
Industrial Engineering	4
Industrial Transportation	3
Leisure Goods	3
Media	2
Oil & Gas Producers_Oil Equipment & Services	3
Personal Goods	7
Pharmaceuticals & Biotechnology	3
Software & Computer Services	3
Support Services	4
Technology Hardware & Equipment	4
Totale	74

Fonte: *Ns elaborazione su dati Borsa Italiana*

La Tabella 9 e la tabella 10 forniscono informazioni in termini delle variabili che possono influenzare la quantità di disclosure effettuata dall'azienda. In particolare, dalla tabella 9 si evince che le imprese appartenenti ai settori ad alto utilizzo di capitale intellettuale (come banks, financial sector, health care, media, software components, support service, technological equipment e pharmaceuticals, classificati come in Mangena, Pike e Li, 2010) forniscono maggiori informazioni riguardo i propri asset intangibili rispetto alle aziende operanti in settori a basso utilizzo di capitale intellettuale, tale evidenza supporta la classificazione settoriale utilizzata.

Tabella 9. Media della disclosure di CI per le aziende appartenenti a settori IC intensive vs. IC non intensive e suddivise per anni di attività.

	<i>Number</i>	<i>Average ICDI</i>
<i>IC intensive</i>	25	0,6512
<i>IC non intensive</i>	49	0,3032
<i>< 10 years</i>	21	0,2595
<i>< 25 years</i>	23	0,3054
<i>> 25 years</i>	30	0,6221

Nota: le aziende sono suddivise in settori *IC intensive* (banks, financial sector, health care, media, software components, support service, technological equipment e pharmaceuticals secondo la classificazione proposta da Mangena, Pike and Li, 2010) e settori *non-intensive*. Inoltre sono distinte tra imprese giovani (meno di 10 anni di attività), imprese mature (tra gli 11 e i 25 anni di attività) e imprese molto mature (più di 26 anni di attività). L'indice di disclosure è calcolato come il rapporto tra la sommatoria di tutte le valutazioni degli elementi di capitale intellettuale e la valutazione massima ottenibile.

Fonte: *Ns elaborazione su dati Borsa Italiana*

Entrambe le tabelle mostrano che la disclosure di capitale intellettuale aumenta con l'età della impresa. Tale realtà può suggerire che le aziende che lavorano nel mercato da un numero maggiore di anni, sono inclini a fornire maggiori informazioni circa i propri *asset* intangibili, al fine di compensare la minore prospettiva di crescita che possono offrire rispetto alle aziende più giovani.

Infine nella tabella 10 si osserva che le imprese di qualità migliore (come indicato dal ROE) tendono a fornire maggiori informazioni di capitale intellettuale, tale risultato suggerisce di utilizzare alcune variabili che rappresentino la qualità dell'azienda nel modello empirico, in modo da evitare la possibilità di *self selection*, come suggerito da Barton e Waymire (2004).

Tabella. 10 Livello di Disclosure di CI sopra vs sotto la mediana

Livello di IC Disclosure	AGE	ROE
Sopra la mediana	31.054	21.311
Sotto la mediana	23.621	19.685

Fonte: *Ns elaborazione su dati Borsa Italiana e DataStream*

La tabella 11 riporta i principali dati relativi alle caratteristiche dell'emittente e dell'offerta. I valori contabili sono stati calcolati utilizzando gli ultimi tre anni di dati di bilancio disponibili al momento della quotazione.

Tabella 11. Alcune statistiche descrittive del campione

	Media	Min.	Max	Dev. Std	25° percentile	75° percentile
<i>Dati societari</i>						
<i>Total Assets</i>	644.329	5.862	2.828.141	1.557.750	39.711	383.910
<i>Debt Ratio</i>	53,20%	0.05%	86.85%	23,20%	41,76%	68,45%
<i>ROE</i>	20,91%	-88,04%	65,60%	25,87%	7,43%	30,30%
<i>AGE</i>	27	2	94	27	9	36
<i>Dati IPO</i>						
<i>IPO Proceeds (mln €)</i>	66.183	3.380	723.600	105.607	14.529	74.863
<i>Insiders*</i>	0.4887	0	1	0.3779	0.1123	0.4176
<i>UP</i>	.0727	-.2434	.3714	.1312	0	.1256
<i>PA</i>	-.0260	-.3212	.1067	.0903	-.0864	.0398

*Nota: *Insiders* = controvalore azioni in vendita da parte degli azionisti pre IPO/totale

Fonte: *Ns elaborazione su dati Borsa Italiana e DataStream*

4.4.2. Disclosure di capitale intellettuale e Price Adjustment

Dopo il controllo degli effetti di una serie di variabili che potrebbero spiegare il price adjustment generato nel periodo pre-quotazione, le componenti di capitale intellettuale che risultano avere un impatto significativo sul modo in cui il prezzo finale viene determinato risultano essere la 3 e la 6 (COMP_3 e COMP_6). In particolare la componente 3 informa circa le opportunità di carriera delle risorse umane nell'azienda e l'ambiente lavorativo. La componente 6 indica le spese e le opportunità legate agli investimenti in Information Technology (si veda l'appendice 1 per la lista delle componenti e delle relative variabili).

Il segno positivo della relazione indica che, in linea con l'ipotesi 1, quando gli investitori istituzionali hanno un'ampia gamma di informazioni di capitale intellettuale a disposizione gratuitamente, sono più disposti ad accettare prezzi di

offerta più elevati, permettendo all'azienda emittente di raccogliere maggiori capitali. Inoltre, essendo gli investitori del mercato primario sono solitamente operatori professionali, risultano apprezzare in particolar modo le informazioni che descrivono in profondità il modo in cui l'azienda lavora, come appunto le informazioni che concernono le prospettive per le risorse umane e l'information technology.

Tabella 12. Gli effetti della disclosure di IC sul Price Adjustment

IC	COMP 3		0.011 **
	COMP 6	0.014 *	0.004
IPO		0.007	
	DUMMY YEAR	0.056 ***	0.062 **
		0.019	0.020
	SIZE	0.073	0.071
		0.060	0.064
	UW_REP	0.177 *	0.173 *
		0.105	0.103
	INST_DEM	0.011	0.021
		0.048	0.052
	n VC	0.010 *	0.011 *
FIRM		0.006	0.006
	RANGE	-0.288 **	-0.342 **
		0.142	0.156
	CVEARN	0.000	0.000
		0.000	0.000
	DEBT	0.000	0.000
		0.000	0.000
	AGE	-0.001	-0.001 **
		0.000	0.000
	TECH	-0.002	0.002
		0.022	0.023
	MKTSHR	0.007	0.030
		0.036	0.041
	const	-0.004	-0.009
		0.049	0.056
	r squared	0.3441	0.3596

Nota: Questa tabella contiene i risultati delle analisi di regressione multivariate del price adjustment descritte nell'equazione [3] (lo standard error è riportato sotto al coefficiente).

***, ** e * indicano la significatività statistica rispettivamente al livello dell'1%, 5% e 10%. Gli indici VIF sono tutti minori di 2.0.

Con riferimento alle variabili di controllo relative alle caratteristiche dell'IPO, la DUMMY_YEAR è significativa e positiva nel modello, suggerendo che il PA tende ad essere più alto nei periodi cosiddetti *hot issue*, in cui il numero delle IPO è elevato. La reputazione dell'underwriter (UW_REP) anche influenza positivamente e significativamente il price adjustment, come atteso. Come già sottolineato nella prima parte di questo lavoro, la presenza del Venture Capital svolge un ruolo di certificazione dell'IPO (Megginson e Weiss, 1991; Hanley e Hoberg, 2008), così un aumento del numero dei VC coinvolti nell'IPO (n_VC) permette alla azienda emittente di aggiustare maggiormente il prezzo verso il valore reale dell'impresa. Infine si osserva una relazione positiva e significativa tra l'ampiezza del *range* (RANGE) e il price adjustment, in accordo con quanto rilevato da Guo (2005).

In relazione alle variabili relative alle caratteristiche dell'azienda, gli anni di attività (AGE), influenzano negativamente il price adjustment come documentato anche da Hanley e Hoberg (2008).

4.4.3. Disclosure di capitale intellettuale e Underpricing

Nell'analisi delle determinanti dell'underpricing (UP), la prima variabile considerata è il price adjustment (PA). Il segno positivo e la significatività della relazione tra il PA e l'UP indicano che ogni effetto relativo al livello di underpricing è connesso a quanto accaduto nella fase di bookbuilding.

Inoltre, il PA spiega intorno al 65% dell'underpricing che si rivela nel mercato secondario (si vedano i coefficienti del PA nella Tabella 13).

In altre parole, come largamente sostenuto dalla letteratura, il price adjustment è un buon predittore dei ritorni iniziali dell'IPO (Hanley, 1993). Per quanto concerne le variabili principali di questa indagine, le evidenze mostrano una relazione positiva e significativa tra la disclosure delle informazioni relative alla componente 2 e 5 (COMP_2 e COMP_5) e l'underpricing, come atteso nell'ipotesi 2. Tale risultato suggerisce che gli investitori del mercato secondario apprezzano le informazioni concernenti le attività di ricerca e sviluppo (COMP_5) e le alleanze strategiche (COMP_2) (si veda l'appendice per la lista dei componenti e delle relative variabili). Tali evidenze indicano che incentivare una maggiore disclosure circa questo tipo di informazioni può incoraggiare gli investitori a richiedere aggressivamente i titoli a causa delle proprie aspettative positive riguardo la futura creazione di valore dell'azienda (Bontis, 2001).

Inoltre, gli investitori potrebbero avere paura di perdere una buona opportunità di acquistare azioni profittevoli. Pertanto il potenziale rimpianto connesso alla perdita del valore che deriva dal capitale intellettuale, rappresenta un incentivo addizionale a spingere il prezzo verso l'alto. Tale risultato conferma studi precedenti (Amir and Lev, 1996; Ballester et al., 2003; Mangena, Pike and Li, 2010) e indica che gli investitori meno sofisticati trovano che le variabili di CI più facili da tradurre in forma finanziaria e in tal modo più facili da comprendere (come le spese per la ricerca e sviluppo) siano più rilevanti per la valutazione delle azioni.

Tabella 13. Gli effetti della disclosure di IC sull'underpricing

IC	COMP_2	0.016 *	
	COMP_5	0.009	0.017 **
			0.006
IPO	PA	0.506 **	0.581 **
		0.242	0.270
	DUMMY_YEAR	0.024	0.018
		0.042	0.045
	SIZE	-0.046	-0.036
		0.091	0.093
	UW_REP	-0.101	-0.188
		0.176	0.190
	INST_DEM	-0.100	-0.094
		0.086	0.089
	d_VC	0.003	0.003
		0.034	0.034
FIRM	ROE	0.000	0.000
		0.001	0.001
	DEBT	0.001	0.001
		0.001	0.001
	AGE	0.000	0.000
		0.001	0.001
	TECH	0.063 *	0.063 *
		0.035	0.036
	MKTSHR	0.037	0.023
		0.063	0.062
	const	0.080	0.100
		0.089	0.091
	r squared	0.3462	0.3413

Nota: Questa tabella contiene i risultati delle analisi di regressione multivariate dell'underpricing descritte nell'equazione [4] (lo standard error è riportato sotto al coefficiente).

***, ** e * indicano la significatività statistica rispettivamente al livello dell'1%, 5% e 10%. Gli indici VIF sono tutti minori di 2.0.

Per quanto concerne le altre variabili di controllo, la dummy TECH è positivamente associata all'underpricing, in accordo con Barton e Waymire (2004) e Hanley e Hoberg (2008). Le imprese più tecnologiche sono percepite come più rischiose dagli investitori, in quanto risulta più difficile stimare i rendimenti futuri delle imprese che investono in innovazioni tecnologiche, soggette a rapidi cambiamenti e dunque caratterizzate da payoff futuri altamente incerti.

4.4.4. Test di robustezza

Come anticipato nella sezione 4.3., si conduce un test di robustezza al fine di confermare e validare i risultati ottenuti utilizzando l'analisi delle componenti principali applicata alle 87 variabili proposte da Cordazzo (2007).

A tale scopo si eseguono altre due serie di regressioni, considerando come variabili indipendenti di capitale intellettuale (ICC), le componenti rivelate applicando la PCA a 61 variabili proposte da Li, Pike e Haniffa (2008); il price adjustment e l'underpricing sono le variabili dipendenti, come già descritto nell'analisi principale.

I risultati confermano le evidenze empiriche precedentemente descritte. In particolare, in riferimento alle variabili core dello studio, si evidenzia una relazione positiva e significativa tra le componenti 4 e 13 (COMP_4 e COMP_13) e il price adjustment, come illustrato nella tabella 14. Tali risultati confermano che il prezzo di offerta subisce maggiori aggiustamenti quando sono divulgate informazioni circa le risorse umane (COMP_13), come precedentemente illustrato nella analisi principale dello studio (si veda l'appendice 2 per una lista delle componenti e delle relative variabili).

Nella tabella 15 si osserva, infine, un legame positivo e significativo tra la componente 2 (COMP_2) e l'underpricing, confermando che tale variabile risulta aumentare quando sono rivelate maggiori informazioni circa le attività di ricerca e sviluppo

Tabella 14. Test di Robustezza per gli effetti della Disclosure di CI sul Price

Adjustment

IC	COMP_4	0.016 *		
		0.009		
	COMP_13		0.024 **	
			0.010	
IPO	DUMMY_YEAR	0.056 ***	0.066 ***	
		0.020	0.019	
	SIZE	-0.046	-0.042	
		0.052	0.053	
	UW_REP	0.189 *	0.160	
		0.102	0.101	
	INST_DEM	0.061	0.079 **	
		0.047	0.043	
	n_VC	0.001	-0.003	
FIRM		0.007	0.008	
	RANGE	-0.122	-0.381 **	
		0.168	0.200	
	CVEARN	0.000 ***	0.000 ***	
		0.000	0.000	
	DEBT	0.000	0.000	
		0.000	0.000	
	AGE	0.000	-0.001	
		0.000	0.000	
	TECH	0.025	0.023	
		0.020	0.020	
	MKTSHR	-0.066 *	-0.063 *	
		0.038	0.036	
	const	-0.035	0.010	
		0.055	0.057	
	r squared	0.3904	0.4188	

Nota: Questa tabella contiene i risultati delle analisi di regressione multivariate del price adjustment descritte nell'equazione [3] (lo standard error è riportato sotto al coefficiente).

***, ** e * indicano la significatività statistica rispettivamente al livello dell'1%, 5% e 10%. Gli indici VIF sono tutti minori di 2.0.

Tabella 15. Robustness check for the effects of IC disclosure on the Underpricing

IC	COMP_2	0.024 *
		0.014
IPO	PA	0.647 ***
		0.188
	DUMMY_YEAR	0.080 *
		0.041
	SIZE	-0.002
		0.069
	UW_REP	-0.124
		0.151
	INST_DEM	0.112
FIRM		0.107
	d_VC	-0.013
		0.032
	ROE	0.000
		0.001
	DEBT	0.001
		0.001
	AGE	0.000
		0.001
	TECH	-0.023
		0.029
	MKTSHR	-0.019
		0.059
	const	-0.050
		0.083
	r squared	0.4407

Nota: Questa tabella contiene i risultati delle analisi di regressione multivariate dell'underpricing descritte nell'equazione [4] (lo standard error è riportato sotto al coefficiente). ***, ** e * indicano la significatività statistica rispettivamente al livello dell'1%, 5% e 10%. Gli indici VIF sono tutti minori di 2.0.

4.5. Discussione

Questa analisi ha l'obiettivo di superare le difficoltà incontrate dalla letteratura precedente nel definire gli effetti che la disclosure di informazioni relative al capitale intellettuale produce sul risultato dell'IPO. Tali difficoltà sono dovute, in parte, alle differenti classificazioni di capitale intellettuale utilizzate nelle ricerche precedenti. In questo lavoro si studia la relazione suddetta distaccandosi dalle classificazioni proposte in letteratura, si analizza in profondità ogni elemento di capitale intellettuale contenuto nel prospetto dell'IPO che influisce sul comportamento degli investitori di mercato, distinguendo, inoltre, gli effetti che si verificano nel mercato primario da quelli del mercato secondario.

A tale scopo si rilevano tutte le informazioni contenute del prospetto della quotazione di un campione recente di aziende italiane, facendo riferimento ad una serie di 87 elementi proposti da Cordazzo (2007), raggruppandoli mediante lo svolgimento di una analisi delle componenti principali (PCA) in modo da distaccarsi dalle precedenti classificazioni.

Le componenti estratte dalla PCA sono utilizzate come variabili indipendenti in due serie di regressioni, allo scopo di studiarne l'effetto sul mercato primario, tramite il price adjustment e sul mercato secondario, per mezzo dell'underpricing. In tal modo, il primo contributo innovativo di questa ricerca consiste nell'esame degli effetti della disclosure di IC su tutto il processo di pricing dell'IPO.

Infine è stato condotto un test di robustezza applicando la medesima metodologia ad una serie differente di elementi di capitale intellettuale, proposta da Li, Pike e Haniffa

(2008). Le evidenze ottenute dal test di robustezza permettono di contribuire alla letteratura che si interessa degli effetti della disclosure di IC sui risultati dell'IPO, fornendo risultati attendibili e non distorti, in quanto, distaccandosi dalle classificazioni preesistenti, considerando le variabili di CI (87 o 61 a seconda della fonte utilizzata), le evidenze non cambiano.

I risultati mostrano che le informazioni di capitale intellettuale sono largamente apprezzate dagli investitori al momento della quotazione. In particolare, gli investitori del mercato primario sono interessati alle informazioni concernenti le risorse umane dell'azienda, mentre nel mercato secondario prevale l'interesse per le informazioni riferite alle attività di ricerca e sviluppo e alle alleanze strategiche.

Tali evidenze costituiscono delle raccomandazioni operative per le aziende, indicando quali informazioni non finanziarie dovrebbero fornire in modo approfondito nei propri prospetti informativi, al fine di favorire l'interesse degli investitori del mercato primario e del mercato secondario e aumentare in tal modo il successo dell'operazione di quotazione. Inoltre, le indicazioni fornite dai risultati dello studio, permettono di ridurre i costi associati alla disclosure, spesso causa della sfiducia delle imprese nei confronti di tale pratica; focalizzare l'interesse sull'analisi e la divulgazione di informazioni più specifiche permette all'azienda di impiegare risorse minori, in termini finanziari e di tempo, e allo stesso tempo di migliorare la comunicazione con i propri investitori, i quali saranno più consapevoli del vero valore delle azioni offerte dalla quotazione. Tuttavia tali indicazioni potrebbero condurre l'emittente ad adottare comportamenti opportunistici sia nel mercato primario che secondario, inducendo gli

investitori ad acquistare le azioni a condizioni largamente favorevoli per sé stessa. Ulteriori ricerche potrebbero interessare la performance di medio-lungo periodo delle aziende quotate in Borsa Italiana in relazione con le informazioni di CI, in modo da capire se le informazioni di CI effettivamente premiano gli interessi degli investitori in termini di buona performance di lungo periodo delle azioni che hanno acquistato, o se, al contrario, le informazioni di IC fornite sono usate dall'azienda solo come uno strumento di marketing per il brevissimo periodo.

Considerazioni finali

Questa ricerca contribuisce al dibattito recente relativo agli effetti che la disclosure di capitale intellettuale produce in termini di risultati di breve periodo di una operazione di quotazione in borsa. Gli studi precedenti falliscono nel fornire una interpretazione esaustiva di tali effetti, lasciando dunque irrisolta la questione relativa alla convenienza, per le aziende che si quotano, circa la divulgazione delle informazioni relative ai propri asset non finanziari. In particolare, parte della letteratura ha focalizzato l'analisi sul legame tra la disclosure di IC e l'underpricing fornendo evidenze di una relazione positive tra i due elementi. Alcuni autori interpretano tale risultato come un costo opportunità che le aziende quotande sostengono lasciando i cosiddetti 'money on the table', facendo intendere implicitamente che per una azienda che si quota non sia conveniente fornire informazioni che riguardano i propri asset non finanziari. Tuttavia altri autori trovano risultati opposti.

Con il presente lavoro si contribuisce a spiegare il legame della disclosure di capitale intellettuale con la performance del primo giorno della quotazione, distinguendo gli effetti che le informazioni maggiori producono in relazione al price adjustment nel mercato primario e sull'underpricing nel mercato secondario. Inoltre l'analisi considera in modo dettagliato 87 variabili raggruppate in sei dimensioni di CI (Cordazzo, 2007), le quali sono valutate in termini di contenuti oltre che di volume e frequenza. Lo studio è basato sui dati raccolti circa 74 imprese Italiane che si sono quotate tra il 2004 e il 2014. I risultati suggeriscono che una maggiore disclosure di IC influenza il processo di costruzione del prezzo, in termini di un aumento del prezzo

di emissione come conseguenza della riduzione dell'asimmetria informativa. In particolare le informazioni relative alle risorse umane sono apprezzate dagli investitori istituzionali, i quali prendono parte alle negoziazioni del mercato primario. Allo stesso tempo, le informazioni connesse al CI sono gradite agli investitori di mercato secondario, i quali spingeranno il prezzo di mercato in rialzo quando informazioni profonde sono fornite loro, riguardo le attività di ricerca e sviluppo. Tale evidenza indica il verificarsi di un costo opportunità, come precedentemente documentato da Singh e Van Der Zahn (2007) e da Hanley e Hoberg (2008). Tuttavia, il denaro lasciato sul tavolo è compensato da un aumento del prezzo di offerta che è fissato nel mercato primario quando maggiori informazioni di CI sono fornite. Tali evidenze mostrano dunque che un incremento dell'underpricing conseguente ad una più ampia disclosure di CI, è preceduto da un incremento nel prezzo di offerta, permettendo all'azienda quotanda di raccogliere maggiori capitali. Tali risultati supportano fortemente l'idea che la disclosure relativa alle informazioni non finanziarie permetta di migliorare i risultati dell'operazione di quotazione. Invero, come menzionato in precedenza, la disclosure che interessa le informazioni non finanziarie è ancora una pratica prevalentemente volontaria, e rappresenta uno sforzo costoso in termini finanziari e di tempo; di conseguenza, la consapevolezza circa quali informazioni di capitale intellettuale costituiscono maggiore interesse per gli investitori, potrebbe agevolare le imprese a canalizzare gli sforzi verso una disclosure specifica. È necessario che le aziende comprendano che la divulgazione di alcune delle informazioni non

finanziarie che le riguardano, costituisce un canale fondamentale per comunicare agli investitori il valore delle proprie azioni, e in alcuni casi influisce sul valore stesso.

Tali risultati producono implicazioni pratiche per i diversi soggetti coinvolti in una IPO. Per quanto riguarda l'azienda emittente, essere consapevole dell'entusiasmo degli investitori istituzionali per le informazioni connesse ai processi e alle tecnologie impiegate dell'azienda, dovrebbe aiutarla nella compilazione di un prospetto dell'IPO esaustivo in modo da ridurre il denaro lasciato sul tavolo inutilmente. Inoltre essendo il prezzo di mercato uno strumento di marketing per l'impresa, l'emittente dovrebbe porre attenzione sulle informazioni relative alla ricerca e sviluppo per accontentare anche gli investitori del mercato secondario. Tuttavia tali indicazioni potrebbero indurre l'emittente ad adottare comportamenti opportunistici sia nel mercato primario che secondario, persuadendo gli investitori ad acquistare le azioni a condizioni largamente favorevoli per se stessa. Ulteriori ricerche potrebbero interessare la performance di medio-lungo periodo delle aziende quotate in Borsa Italiana in relazione con le informazioni di CI, in modo da capire se le informazioni di CI effettivamente premiano gli interessi degli investitori in termini di buona performance di lungo periodo delle azioni che hanno acquistato, o se, al contrario, le informazioni di IC fornite sono usate dall'azienda solo come uno strumento di marketing per il brevissimo periodo.

Bibliografia

- Abeysekera, I., Guthrie, J. (2005): *An Empirical Investigation Of Annual Reporting Trends Of Intellectual Capital In Sri Lanka*, «Critical Perspectives On Accounting», 16, Pp. 151 – 163.
- Aboody D. & Lev B. (2000): Information Asymmetry, R&D, And Insider Gains, *The Journal Of Finance*, 55 (6), Pp. 2747–2766.
- Akerlof, G.A. (1970): The Market For Lemons: Quality Uncertainty And The Market Mechanism. *Quarterly Journal Of Economics* 84:488-500.
- Allen F. & Faulhaber G.R. (1989): Signaling By Underpricing In The Ipo Market, *Journal Of Financial Economics*, 23, Pp. 303-324.
- Amir E. & Lev B. (1996): Value-Relevance Of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry, *Journal Of Accounting And Economics*, 22, Pp. 3-30.
- Anderson S. C., Beard, T. R., & Born, J. A. (1995): Initial Public Offerings: Findings And Theories. Kluwer: Boston, Ma.
- Andriessen, D. (2004): Intellectual Capital Valuation And Measurement: Classifying The State Of The Art, *Journal Of Intellectual Capital*, Vol. 5, No. 2, Pp. 230-242.
- Ballester M., Garcia-Ayuso M. & Livnat J. (2003): The Economic Value Of The R&D Intangible Asset, *European Accounting Review*, 12(4), Pp. 605-633.
- Barbaranelli, C. (2003): *Analisi Dei Dati*. Milano.
- Barney, J (1991): Firm Resources And Sustained Competitive Advantage, *Journal Of Management*, 17, 99-120.
- Baron, D. P., (1982): A Model Of The Demand For Investment Banking Advising And Distribution Services For New Issues, *Journal Of Finance* 37, 955-976.

Barry, C., Jennings, R., (1993): The Opening Price Performance Of Initial Public Offerings Of Common Stock. *Financial Management* 22 (1), 54-63.

Barsky, N.P., Catanach Jr., Rhodes-Catanach, S.C. & Thbodeau, J.C. (2003): Enron: Did The Financial Reporting Model Really Fail?, *Commercial Lending Review*, 18 (2), Pp. 5-9.

Barth, M.E., Beaver, W.H., Landsman, W., (2001a): The Relevance Of Value Relevance Research. *Journal Of Accounting & Economics*, vol. 31, 77-104.

Barton J. & Waymire G. (2004): Investor Protection Under Unregulated Financial Reporting, *Journal Of Accounting & Economics*, 38, Pp. 65-116.

Beatty, R. P., Ritter, J. R. (1986): Investment Banking, Reputation, & The Underpricing Of Initial Public Offerings. *Journal Of Financial Economics* 15(1-2): 213-232.

Beattie, V & S J Thomson (2007): Lifting The Lid On The Use Of Content Analysis To Investigate Intellectual Capital Disclosures, *Accounting Forum*, Vol. 31(2), Pp.129-163.

Beattie, V. & Thomson, S.J. (2004): A Comprehensive Analysis Of Intellectual Capital Categories As A Precursor To Empirical Investigation Of Disclosures In Annual Reports, *Paper Presented At The Annual Financial Reporting and Business Communication Conference, Cardiff Wales, July*.

Becker G. (1964): Human Capital, 2nd Edn. Columbia University Press, New York.

Beller, A.L., Terai, T. E Levine, R.M., (1992): Looks Can Be Deceiving-A Comparison Of Initial Public Offering Procedures Under Japanese And U.S. Securities Laws, *Law And Contemporary Problems*, Vol. 55: No. 4 Pp. 77-118.

Benveniste, L., Busaba, W., (1997): Book Building Vs. Fixed Price: An Analysis Of Competing Strategies For Marketing Ipos. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* 32, 383–403.

Benveniste L. M. & Spindt P. A. (1989): How Investment Bankers Determine The Offer Price And Allocation Of New Issues, *Journal Of Financial Economics*, 24, Pp. 343–361.

Benveniste, L., Wilhelm, W.J., (1990): A Comparative Analysis Of Ipoproceeds Under Alternative Regulatory Regimes. *Journal Of Financial Economics* 28, 173–207.

Bessler W. E Seim M (2012): The Performance Of Venture-Backed Ipos In Europe. *Venture Capital*, Vol. 14 (4), Pp 215-239.

Blair, M. M. (1999): Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm. Employees And Corporate Governance, Margaret M. Blair and Mark J. Roe, eds., Brookings Institution Press.

Boedker, C., Guthrie, J. & Cuganesan, S. (2005): The Strategic Significance Of Human Capital Information In Annual Reporting, *Journal Of Human Resource Costing And Accounting*, 8 (2), Pp. 7-22.

Bontis, N. (1998): Intellectual Capital: An Exploratory Study That Develops Measures And Models, *Management Decision*, Vol. 36 No. 2, Pp. 63-76.

Bontis N. (2001): Assessing Knowledge Assets: A Review Of The Models Used To Measure Intellectual Capital, *International Journal Of Management Reviews*, 3(1), Pp. 41-60.

Booth, James R. & Richard Smith. (1986):Capital Raising, Underwriting And The Certification Hypothesis. *Journal Of Financial Economics*, 15, 261-281.

Botosan C.A. (1997): Disclosure Level And The Cost Of Equity Capital, *Accounting Review*. 72(3), Pp. 323-349.

Botosan, C.A.(2006): Disclosure And The Cost Of Equity Capital. What Do We Know?. *Accounting And Business Research*. Discipline Based - Refereed, Published.

Boreiko D., Lombardo S. (2011): Stabilization Activity In Italian Ipos, *European Business Organization Law Review*, 12(3), Pp. 437-467.

Brammer S.J. & Pavelin S. (2006): Corporate Reputation And Social Performance: The Importance Of Fit *Journal Of Management Studies*, 43 (3), Pp. 435-455.

Borsa Italiana, Aifi, Pricewaterhousecoopers (2001): Guida Alla Quotazione.

Borsa Italiana (2004): Guida Alla Valutazione

Brennan, M. J. E Franks, J. (1997): Underpricing, Ownership And Control In Initial Public Offerings Of Equity Securities In The Uk, *Journal Of Financial Economics*, Vol. 45, (3), Pp. 391–413.

Bukh, P.N., Nielsen, C., Gormsen, P. & Mouritsen, J. (2005): Disclosure Of Information On Intellectual Capital In Danish Ipo Prospectuses, *Accounting, Auditing And Accountability Journal*, 18 (6), Pp. 713-732.

Bukh P.N.D. (2003): Commentary: The Relevance Of Intellectual Capital Disclosure: A Paradox?, *Accounting, Auditing And Accountability Journal*, 16(1), Pp. 49-56.

Cardi C., Mazzoli C. (2015): Intellectual Capital Disclosure In Ipos: Is It Worth It?, *Journal Of Financial Markets Management And Institutions*, 3(2), Pp. 91-110.

Cardi C., Mazzoli C., Severini S. (2016): Intellectual Capital Disclosure And Ipo Results: Is It A Matter Of Classification?, Forthcoming In: *Bank Funding, Financial Instruments And Decision-Making In The Banking Industry*, Palgrave Mcmillan.

Carter R. B., Dark F. H. & Singh A. K. (1998): Underwriter Reputation, Initial Returns, And The Long Run Performance Of Ipo Stocks, *Journal Of Finance*, 53, Pp. 285-311.

Cima (2001): Understanding Corporate Value: Managing And Disclosing Intellectual Capital Cranfield University, Publisher: Chartered Institute Of Management Accountants (Cima), Pp. 1-28. [6]

Chang, E., Chen, C., Chi, J., Young, M., (2008): Ipo Underpricing In China: New Evidence From The Primary And Secondary Markets. *Emerging Market Review* 9, 1-16.

Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999): A Theory Of The Going-Public Decision. *Review Of Financial Studies*. 12, 249-279.

Chemmanur T. J., Krishnan K. (2012): Heterogeneous Beliefs, Ipo Valuation, And The Economic Role Of The Underwriter In Ipos, *Financial Management*, 41, Pp. 769-811.

Chiucchi M.S. (2004): Sistemi Di Misurazione E Di Reporting Del Capitale Intellettuale: Criticità E Prospettive, Giappicchelli Editore, Torino.

Cogliati, G, Paleari S, Vismara S (2011): Ipo Pricing: Growth Rates Implied In Offer Prices. *Annals Of Finance*, 7(1), 53-82.

Cassia L., Paleari S., Vismara S., (2002): Metodi Di Valutazione E Tassi Di Crescita Impliciti Nelle Ipo Italiane: Nuovo Mercato E Mercato Principale, *Analisi Finanziaria*, 48, 4-18.

Cassia, L., Paleari, S., & Vismara, S. (2004): The Valuation Of Firms Listed On Nuovo Mercato: The Peers Comparable Approach. *Advances In Financial Economics*, 10, P. 115-131.

Coller, M. & Yohn, T. L., (1997): Management Forecasts And Information Asymmetry: An Examination Of Bid-Ask Spreads. *Journal Of Accounting Research*, Vol 35, No 2.

Cordazzo M. (2007): Intangibles And Italian Ipo Prospectuses: A Disclosure Analysis, *Journal Of Intellectual Capital*, 8(2), Pp. 288-305.

Delle Vedove, F., Giudici, G., Randone, P.A. (2005): L'evoluzione Delle Offerte Pubbliche Iniziali In Italia" Bitnotes N°14, Borsa Italiana.

Demers E, Lewellen K. (2003): The Marketing Role Of Ipos: Evidence From Internet Stocks. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68(3):413–437.

Derrien, F., & K. L. Womack, (2003): Auctions Vs. Book-Building And The Control Of Underpricing In Hot Ipo Markets, *Review Of Financial Studies*, Vol. 16, 31-61.

Diamond, D. e Verrecchia, R. (1991): Disclosure, Liquidity And The Cost Of Capital. *The Journal Of Finance*, 46:1,325-1,360

Dimovski B. e Brooks R. (2006): Intangible Assets And The Underpricing Of Industrial Company Initial Public Offerings, *International Journal Of Knowledge, Culture And Change Management*, 6(4), Pp. 67-73.

Dimovski W. e Brooks R. (2004): The Importance Of Intangible Assets In Initial Public Offerings, *International Journal Of Knowledge, Culture And Change Management*, 4, Pp. 1505-1509.

Ding R. (2015): Disclosure Of Downside Risk And Investors Use Of Qualitative Information: Evidence From The Ipo Prospectuss Risk Factor Section, *Forthcoming In The International Review Of Finance*.

Dye R.A. (2001): An Evaluation Of Essays On Disclosure And The Disclosure Literature In Accounting, *Journal Of Accounting And Economics*, 32, Pp. 181–235.

Edvinsson L., Malone M.S., (1997): Intellectual Capital: Realizing Your Companys True Value By Finding Its Hidden Brainpower, Harper Business Publisher, New York,.

Francis, J. And Schipper, K. (1999): Have Financial Statements Lost Their Relevance?, *Journal Of Accounting Research*, 37 (2), Pp. 319-352.

Friedlan, J. M. (1994): Accounting Choices Of Issuers Of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11. 1–31.

García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M. E Martínez, I. (2005): The Explanatory Factors Of Intellectual Capital Disclosure To Financial Analysts, *European Accounting Review*, Vol 14 (1) Pp 63-94.

Gibblings, M., Richardson, A. & Waterhouse, J. (1990): The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes, *Journal of Accounting Research*, 28. Pp.121-143.

Giudici, G. (2010): Finanziare Le Risorse Dell'impresa, Maggioli Editore, Collana Politecnica.

Grinblatt, M., & Hwang, C. (1989): Signaling And The Pricing Of New Issues, *Journal Of Finance*, 44, 393-420.

Grossman, S., & Hart, O. (1980): Takeover Bids, The Free Rider Problem And The Theory Of The Corporation, *Bell Journal Of Economics*, Spring, 42-64.

Gu, F. & Lev, B. (2004): The Information Content Of Royalty Income, *Accounting Horizons*, 18 (1), Pp. 1-12.

Guo R., Lev B. & Zhou N. (2005): the Valuation Of Biotech Ipos, *Journal Of Accounting, Auditing & Finance*, 20(4), Pp. 4423-459.

Guthrie, J. & Petty, R. (2000): Intellectual Capital: Australian Annual Reporting Practices, *Journal Of Intellectual Capital*, 1 (3), Pp. 241-251.

J. Guthrie; R. Neumann, (2007): Economic And Non-Financial Performance Indicators In Universities: The Case Of The Australian University System And The Establishment Of A Performance Driven University System, *Public Management Review*, 9, Pp. 231 – 252.

Hair J.F., J.R.E. Anderson & R.L. Tatham (1987): Multivariate Data Analysis With Reading. Mcmillan Publication Co., New York, Usa.

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., Tatham, R.L. (2005): Multivariate Data Analysis 6th, Pearson, Upper Saddle River, New Jersey.

Handa P., Linn S. (1993): Arbitrage Pricing With Estimation Risk. *Journal Of Financial Economics*: 81-100.

Hanley K. (1993): The Underpricing Of Initial Public Offerings And The Partial Adjustment Phenomenon, *Journal Of Financial Economics*, 34, Pp. 231-250.

Hanley K. W., & Hoberg G. (2008): Strategic Disclosure And The Pricing Of Initial Public Offerings, Working Paper, University Of Maryland.

Hanley K.W. & Hoberg G. (2010): The Information Content Of Ipo Prospectuses, *Review Of Financial Studies*, 23(7), Pp. 2821-2864.

Hanley K.W. & Hoberg G. (2012): Litigation Risk, Strategic Disclosure And The Underpricing Of Initial Public Offerings, *Journal Of Financial Economics*, Vol 103(2) Pp. 235-254.

Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., (1999a): Stock Performance And Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases In Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, 485– 520.

Hensler, D. (1995): Litigation Costs And The Underpricing Of Initial Public Offering. *Managerial And Decision Economics* 16, 111 – 128.

Holland, J. (2006): Fund management, intellectual capital, intangibles and private disclosure, *Managerial Finance*, Vol. 32 (4), pp.277 – 316.

Holland, J. (2003): Intellectual Capital And The Capital Market- Organization And Competence, *Accounting, Auditing And Accountability Journal*, 16 (1): 39-48

Holland J. & Johanson, U. (2003): Value-relevant information on corporate intangibles creation, use and barriers in capital markets. Between a rock and an hard place? *Journal of Intellectual Capital*, Vol 4(4), pp. 465-486.

Hughes, P.J. & Thakor, A. (1992): Litigation Risk, Intermediation, And The Underpricing Of Initial Public Offerings, *Review Of Financial Studies*, 5, 709 – 742.

Hughes, P.J., (1986): Signalling by direct disclosure under asymmetric information. *Journal of Accounting and Economics* 8 (2), 119–142. Hunter Et Al. (2005),

Ibbotson R. (1975): Price Performance Of Common Stock New Issues. *Journal Of Financial Economics*, 2, 235-272.

Ibbotson, R., Sindelar, J., Ritter, J. (1994): The Markets Problems With The Pricing Of Initial Public Offerings. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 7, 66-74.

Ince, O. (2014): Why Do IPO Offer Prices Only Partially Adjust?, *Quarterly Journal of Finance*, Vol. 4, (3).

Itami, H. (1988): Mobilizing Invisible Assets. Cambridge, Harvard University Press.

Jenkinson, T.J. & Ljungqvist, A.P. (2001): Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance, 2nd ed., Oxford University Press.

Jenkinson, T.J. (1990): Initial Public Offerings In The United Kingdom, The United States, And Japan. *Journal Of The Japanese And International Economies*, 4, 428-449.

Johanson, U. (2003): Why are capital market actors ambivalent to information about certain indicators on intellectual capital? *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16(1), 31-38.

Kaplan R.S. & Norton, D.P., (1996): The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performances: Translating Strategy Into Action, Harvard Business School Press, Boston.

Keloharju, M., (1993): The Winner's Curse, Legal Liability, And The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings In Finland, *Journal Of Financial Economics*, 34, 251-277.

Kim, M., & Ritter, J.R. (1999): Valuing Ipos. *Journal Of Financial Economics*, 53, Pp. 409-437.

Kim, O., Verrecchia, R.E., (1994): Market Liquidity And Volume Around Earnings Announcements. *Journal Of Accounting And Economics*, 17, 41-67.

Kristandl, G. & Bontis, N. (2007): Defining Intangible Assets And Intellectual Capital, *Management Decision*, Vol. 45 No. 9, Pp. 1510-24.

Lee P.M., Wahal S. (2004): Grandstanding, Certification And The Underpricing Of Venture Capital Backed Ipos, *Journal Of Financial Economics*, Vol.73 (2), Pp. 375-407.

Lee, P.J, S.L. Taylor, & T.S. Walter, (1996): Australian Ipo Pricing In The Short And Long Run, *Journal Of Banking & Finance*, 20, 1189-1210.

Leland, H.E. & D.H. Pyle, (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation, *Journal Of Finance* XXXII, 371-87.

Lev, B. (2001): *Intangibles: Management, Measurement And Reporting*. Washington, D.C: The Brookings Institution.

Lev B. & Sougiannis T. (1996): The Capitalization, Amortization And Value-Relevance Of R&D, *Journal Of Accounting And Economics*, 21(1), Pp. 107-138.

Lev B. & Zambon S. (2003): Intangibles And Intellectual Capital: An Introduction To A Special Issue, *European Accounting Review*, 12(4), Pp. 597-603.

Lev, B. & Zarowin, P. (1999): The Boundaries Of Financial Reporting And How To Extend Them, *Journal Of Accounting Research*, 37 (2), Pp.353-385.

Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000): The Economic Consequences Of Increased Disclosure, *Journal Of Accounting Research*, Vol. 38, 91-124.

Li J., Pike, R. Haniffa, R. (2008): Intellectual Capital Disclosure And Corporate Governance Structure In Uk Firms, *Accounting And Business Research*, 38 (2), Pp. 137 - 159.

Liu X., Ritter J. R. (2011): Local Underwriter Oligopolies And Ipo Underpricing, *Journal Of Financial Economics*, 102, Pp. 579-601.

Ljungqvist, A. (2007): Ipo Underpricing, In: B.E. Eckbo (Ed.), *Handbook Of Corporate Finance*. Amsterdam: North-Holland.

Ljungqvist, A.P., (1997): Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence From Germany, *European Economic Review*, Vol. 41, Pp. 1309-1320.

Ljungqvist, A., Jenkinson, T. & Wilhelm, W., (2003): Global Integration In Primary Equity Markets: The Role Of U.S. Banks And U.S. Investors, *Review Of Financial Studies*, Vol. 16, 2003, Pp. 63-99.

Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. (2006): Hot Markets, Investor Sentiment, And Ipo Pricing, *Journal Of Business*, Vol.79, 1667-1702.

Logue, D. (1973): On The Pricing Of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 91-103.

Loughran. T. & Ritter, J.R. (2002): Why Dont Issuers Get Upset About Leaving Money On The Table In Ipos?, *Review Of Financial Studies, Society For Financial Studies*, Vol. 15(2), Pages 413-444.

Loughran, T. & Ritter, J. R., (2000): Uniformly Least Powerful Tests Of Market Efficiency, *Journal Of Financial Economics*, Elsevier, Vol. 55(3), Pages 361-389.

Loughran, T. & Ritter, J.R. (2004): Why Has Ipo Underpricing Changed Over Time?, *Financial Management, Financial Management Association*, Vol. 33(3).

Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K., (2012): Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific- Basin Finance Journal*, 2, 165–199.

Loughran, T., Ritter, J. R. and Rydqvist, K. (1994): Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, 165-199.

Lowry M. & Murphy K. J. (2007): Executive Stock Options And Ipo Underpricing, *Journal Of Financial Economics*, 85, Pp. 39-65.

Mangena, M., Pike, R. & Li, J. (2010): Intellectual Capital Disclosure Practices And Effects On The Cost Of Equity Capital: Uk Evidence Edinburgh: The Institute Of Chartered Accountants Of Scotland.

Marr, B. & Schiuma, G. (2001): Measuring And Managing Intellectual Capital And Knowledge Assets In New Organisations, In *Handbook Of Performance Measurement*, M. Bourne (Ed.), London: Gee.

Marr B, Schiuma, G & Neely, A. (2004): Intellectual Capital – Defining Key Performance Indicators For Organizational Knowledge Assets. *Business Process Management Journal* 10(5), 551–569.

Meggison, W.L. And Weiss, K.A. (1991): Venture Capitalist Certification In Initial Public Offerings, *Journal Of Finance*, 46, Pp. 879-903.

McNichols, M. & Trueman, B. (1994): Public Disclosure, Private Information Collection And Short-Term Trading, *Journal Of Accounting And Economics*, 17, 1-2, Pp. 69-94.

Meles, (2008): I Costi Di Quotazione Per Le Società Venture Backed”, Convegno Adeimf, Capri. 7.

Meoli, M., Migliorati, K., Paleari, S. & Vismara, S. (2012): The Cost Of Going Public: A European Perspective. *International Journal Of Economics And Management Engineering*, 2(2): 1-10.

Meritum (2002): Guidelines For Managing And Reporting On Intangibles, Meritums Project: Tser Programme, Madrid, 2002.

Miller, R.E. & Reilly, F.K. (1987): An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings. *Financial Management*, 33-38.

Miller G.S. (2002): Earnings Performance And Discretionary Disclosure *Journal Of Accounting Research*, 40 (1), Pp 173–204.

Mouritsen,J., (1998): Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital, *Management Accounting Research*, vol. 9, pp.461-482.

Oehler, A., Rummer, M., Smith, P.N. (2005): IPO pricing and the relative importance of investor sentiment – evidence from Germany; <http://ssrn.com/abstract=592302>

Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998): Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. Nber Working Paper Series.

Previali D. Vezzani P. (2007): Il Capitale Intellettuale: Misurazione, Gestione E Valorizzazione. Prospettive Di Analisi E Prassi Manageriali Per Il Settore Dei Servizi Finanziari, Bancaria Editrice.

Rastogi, P.N. (2003): The Nature And Role Of Ic-Rethinking The Process Of Value Creation And Sustained Enterprise Growth, *Journal Of Intellectual Capital*, Vol. 4, No. 2, Pp 227–248.

Ritter, J. R. & Welch, I. (2002): A Review Of Ipo Activity, Pricing, And Allocations, *Journal Of Finance*, Vol. 57, Pp. 1795-1828.

Ritter, J.R. (1987): The Costs Of Going Public. *The Journal Of Finance*.

Ritter, J.R. (1991): The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings. *Journal Of Finance*, 46, P. 3-27.

Ritter, J. R., & Zhang, D. (2007): Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* Vol. 86, pp. 337-368.

Riegler, C., & Hollerschmid, C. (2006): Voluntary Disclosure On Project Intangibles From R&D In Business Reporting: A Principles-Based Approach For R&D Intensive Companies, *Journal Of Intellectual Capital*, Vol 7, No. 4, Pp 511-528.

Rock, K. (1986): Why New Issues Are Underpriced. *Journal Of Financial Economics*, Pp. 187-212.

Ruud J. S., (1993): Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, *Journal of Financial Economics*, vol. 34 (2), pp. 135-151.

Rylander, A., Jacobsen, K. & Roos, G. (2000): Towards Improved Disclosure on Intellectual Capital, *International Journal of Technology Management*, Vol. 20, No. 5/6/7/8, pp. 715-741.

Rydqvist, K. (1997): IPO underpricing as tax-efficient compensation, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 21(3), p. 295-313.

See K.F. & Rashid A.A. (2011): Determinants Of Non-Disclosure Of Intellectual Capital Information In Malaysian Ipo Prospectuses, *International Journal Of Economics And Finance*, 3(5), Pp. 178-186.

Sherman A.E., Titman S. (2002): Building The Ipo Order Book: Underpricing And Participation Limits With Costly Information, *Journal Of Financial Economics*, 65, Pp. 3–29.

Signori A., Meoli M. & Vismara S. (2013): Short Covering And Price Stabilization Of Ipos, *Applied Economics Letters*, 20(10), Pp. 931-937.

Singh I. & Van Der Zahn J. (2007): Does Intellectual Capital Disclosure Reduce An Ipos Cost Of Capital?, *Journal Of Intellectual Capital*, 8(3), Pp. 494-516.

Sonnier, B. M. (2008): Intellectual capital disclosure: high-tech versus traditional sector companies, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 9 Iss: 4, pp.705 – 722.

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

Stewart, T. A. (1997): Intellectual Capital: The Wealth Of Organizations. Nicholas Brealey Publishing, Business Digest, New York.

Stoughton, N. M. & Zechner, J. (1998): IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 49(1), pp. 45-77.

Sveiby, K.E. (1997): The New Organizational Wealth. San Francisco: Berrett-Koehler.

Sveiby, K.E. (2004): Methods For Measuring Intangibles, Available At [Www.Sveiby.Com](http://www.sveiby.com).

Swart, J. (2006): Intellectual Capital: Disentangling An Enigmatic Concept, *Journal Of Intellectual Capital*, Vol. 7 (2), pp.136 – 159.

Taranto, M. (2003): Employee stock options and underpricing of initial public offerings.” Unpublished manuscript. University of Pennsylvania.

Tayles, M., Pike, R. & Sofian, S. (2007): Intellectual Capital, Management Accounting Practices And Corporate Performance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 20(4), pp. 522-48.

Thaler, R. H. (1985): Mental accounting and consumer choice, *Marketing Science*, Vol. 4, pp. 199-214.

Tinic, S. M. (1988): Anatomy Of Initial Public Offerings Of Common Stock. *Journal Of Finance* 43, Pp. 789–822.

Tinsley, H. E. A., & Brown, S. D. (2000): Multivariate statistics and mathematical modeling. In H. E. A. Tinsley & S. D. Brown (Eds.), *Handbook of applied multivariate statistics and mathematical modeling* (pp. 3–36). San Diego, CA: Academic Press.

Titman, S. & Trueman, B. (1986): Information Quality and the Valuation of New Issues, *Journal of Accounting and Economics*, 8, 2, pp. 159-172.

Unerman, J., Guthrie, J. & Striukova, L. (2007): Uk Reporting Of Intellectual Capital, London: Institute Of Chartered Accountants Of England And Wales.

Vandemaele, S.N., Vergauwen, P.G.M.C. & Smits, A.J. (2005): Intellectual Capital Disclosure In The Netherlands, Sweden And The Uk, *Journal Of Intellectual Capital*, 6 (3), pp. 417-426.

Vergauwen, P., L. Bollen, & E. Oirbans. (2007): Intellectual Capital Disclosure And Intangible Value Drivers: An Empirical Study. *Management Decision*, 45(7), 1163-1180.

Vismara S., Paleari S. & Ritter J. R. (2012): Europes Second Markets For Small Companies, *European Financial Management*, 18, Pp. 352-388.

Zambon S. (2003): New Approaches To The Measurement And Reporting Of Intangibles, Chapter 5 In Study On The Measurement Of Intangible Assets And Associated Reporting Practices, "Enterprise" Directorate General Of The European Commission, Brussels April.

Warn, T.S. & Somasundaram, N.R. (2010): Intellectual Capital Disclosure In Company Prospectuses: The Malaysia Experience. *International Journal Of Business And Accountancy*, 1(1), 32-46.

Welch, I. (1989): Seasoned Offerings, Imitation Costs And The Underpricing Of Initial Public Offerings, *Journal Of Finance*, 44, 421-449.

Welker, M. (1995): Disclosure Policy, Information Asymmetry, And Liquidity In Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11, No. 2, pp. 801-82.

Williams, S.L.M. (2001): Is Intellectual Capital Performance And Disclosure Practices Related?, *Journal Of Intellectual Capital*, pp. 192-203.

Wyatt A. (2014): Is There Useful Information In The Use Of Proceeds Disclosures In Ipo Prospectuses?, *Accounting & Finance*, 54(2), pp. 625-667.

APPENDICE 1 – CORDAZZO (2007)

Tabella 1- Matrice delle componenti ruotate

Variable	Comp1	Comp2	Comp3	Comp4	Comp5	Comp6	Comp7	Comp8	Comp9	Comp10	Comp11	Comp12	Comp13	Comp14	Unexplained
v1	-0.0412	-0.0346	0.0261	-0.0304	0.0186	-0.0077	0.5775	-0.0324	-0.0784	-0.0561	-0.0218	-0.1131	-0.0812	-0.0403	.1967
v2	0.3832	0.0171	-0.0513	0.0533	0.1241	-0.0152	0.2597	0.0132	-0.0721	0.0307	0.0142	0.1221	0.0410	-0.0408	.139
v3	0.0042	0.0084	0.0482	-0.0030	-0.0617	0.0162	0.5780	-0.0152	0.0499	0.0701	-0.0205	-0.1079	-0.0036	0.0534	.1803
v4	0.4903	-0.0269	0.0360	-0.0044	0.0086	0.0037	-0.0477	0.0212	0.0101	0.0174	-0.0452	-0.0417	-0.0122	0.0188	.1018
v5	0.5142	-0.0105	0.0013	-0.0075	-0.0027	-0.0164	-0.0410	-0.0753	0.0361	-0.0674	-0.0259	-0.0414	-0.0579	-0.0525	.09889
v6	0.4927	0.0345	0.0343	0.0178	-0.0322	-0.0508	-0.0401	0.0059	0.0195	-0.0021	0.0630	-0.0035	0.0237	0.0639	.09424
v7	-0.0094	0.0442	-0.1345	0.0436	-0.0145	-0.0172	0.4721	0.0679	0.0738	-0.0425	0.0553	0.2780	0.0674	-0.0503	.2427
v19	-0.0292	-0.1454	-0.0529	-0.1388	0.0617	0.0407	-0.0333	-0.1403	-0.0169	-0.1511	0.2712	0.3796	-0.1562	0.1492	.2259
v20	0.0454	-0.0002	0.5501	-0.0296	-0.0321	0.0519	-0.0145	-0.0201	-0.1020	0.0533	0.0147	0.0734	-0.0286	0.0106	.151
v21	0.1201	0.0222	0.4435	-0.0783	-0.0147	0.1153	-0.0197	0.0253	-0.0447	0.0345	0.1138	-0.0196	0.0558	-0.0579	.2305
v22	0.0083	-0.0822	0.1447	0.0856	-0.0701	-0.0012	0.0190	0.0102	-0.1217	0.0823	0.6221	-0.1262	0.0755	0.0879	.2285
v23	-0.0110	0.1373	-0.1251	-0.0177	0.0592	-0.0214	0.0265	0.0358	0.1385	-0.0792	0.6102	0.0296	-0.0511	-0.2111	.1857
v25	-0.0113	0.0669	0.0335	0.0542	-0.0116	-0.0724	-0.0602	0.0369	0.0080	0.0234	-0.0972	0.6771	0.1161	0.0140	.2255
v28	0.0912	-0.0135	-0.0004	-0.3328	0.1824	0.0060	0.0492	0.4341	0.0708	0.0126	0.0393	0.0624	0.1329	0.2256	.2878
v34	-0.0019	0.0711	0.0031	0.0448	-0.1128	-0.0452	-0.0141	0.0152	-0.0397	0.0649	-0.0603	0.0356	-0.0649	0.7125	.2586
v39	-0.1062	0.1386	-0.0363	-0.0429	-0.0938	-0.1764	-0.0052	0.4780	-0.1323	0.0204	0.0005	-0.0481	-0.1120	-0.2725	.3492
v42	-0.0148	-0.0811	-0.0805	0.0881	-0.0038	-0.0379	-0.1063	0.4708	0.1405	-0.0651	0.0991	-0.0426	-0.1140	0.0857	.3201
v46	-0.0954	0.0489	0.0475	0.0363	0.1437	0.5158	-0.0067	-0.0184	-0.0014	0.0027	-0.0434	-0.0373	0.0504	-0.0227	.1438
v48	-0.0124	-0.1030	0.1394	0.1482	0.0231	0.2391	0.0531	0.4650	-0.1203	0.0730	-0.0443	0.1077	0.0666	0.0621	.2035
v49	-0.0423	0.0201	0.0522	-0.0339	-0.0424	0.5606	0.0040	-0.0730	0.0672	0.0096	0.0416	-0.0736	0.0771	-0.0515	.1606
v50	0.1475	0.0483	-0.1471	0.0176	-0.1899	0.4360	-0.0077	0.1844	0.0058	-0.0566	-0.0619	-0.0231	-0.1343	-0.0238	.1221
v52	-0.0750	0.0111	0.4043	0.0289	0.1067	-0.1992	0.0352	0.0553	0.2831	-0.1310	-0.2082	-0.0160	0.0136	-0.0082	.2778
v57	-0.1071	0.0404	0.4094	0.1170	0.0104	-0.0275	0.0288	-0.0217	0.0760	-0.1899	0.0509	-0.0113	-0.1391	0.0084	.2989
v58	-0.0451	0.0224	0.0607	0.0012	-0.0864	-0.0337	0.0485	0.0017	0.6012	0.1637	0.1450	-0.0015	0.1296	0.1069	.1965
v61	-0.0336	-0.0439	-0.0345	-0.1017	0.0554	0.0770	0.0067	0.0372	0.0833	0.6202	0.0009	0.1038	-0.1231	0.0741	.3124
v62	0.0088	0.0294	0.0011	0.0200	0.5942	-0.0074	-0.0210	0.0109	-0.0451	0.0396	-0.0099	-0.0172	-0.0011	-0.0758	.05909
v63	0.0088	0.0294	0.0011	0.0200	0.5942	-0.0074	-0.0210	0.0109	-0.0451	0.0396	-0.0099	-0.0172	-0.0011	-0.0758	.05909
v65	0.0159	0.0033	-0.0497	0.4722	0.0698	-0.0579	0.0424	0.0478	0.0718	-0.1632	0.0465	-0.0163	0.0573	0.0553	.2054
v66	0.0432	-0.0186	0.0441	0.5634	-0.0308	-0.0010	-0.0179	0.0046	0.0059	0.0817	0.0846	0.0705	-0.0229	0.0234	.1464
v67	-0.0395	-0.0593	-0.0694	0.4183	0.1804	0.1278	-0.0065	0.0024	0.0154	-0.0292	-0.0561	0.0464	-0.0887	0.1011	.2668
v69	0.0047	0.0549	-0.0187	0.1175	0.0823	-0.1421	-0.0157	-0.0228	0.0395	0.5254	0.0152	-0.2810	0.1124	0.0386	.1936
v71	-0.0071	0.5427	0.0773	-0.0623	0.0421	0.0115	0.0091	0.0501	0.0699	-0.0402	0.0111	0.0205	-0.0444	0.0226	.06161
v72	0.0403	0.5367	0.0305	-0.0336	0.0093	0.0152	-0.0171	0.0520	0.0452	-0.0299	0.0144	0.0239	-0.0518	0.0009	.09611
v73	-0.0346	0.5101	-0.0917	0.0632	0.0259	0.0667	0.0106	-0.1855	-0.1217	0.0633	0.0332	0.0523	0.0248	0.1612	.1294
v80	0.0728	-0.0127	-0.0887	0.0263	-0.0067	0.0969	-0.0453	-0.0314	0.6033	-0.0388	-0.1259	0.0048	-0.0946	-0.1528	.2111
v84	0.0182	0.1722	-0.0357	0.1692	-0.2042	-0.0705	-0.0529	0.1175	-0.1033	-0.0344	-0.0929	-0.1005	0.5194	-0.1408	.2675
v86	-0.0210	-0.1030	-0.0080	-0.0898	0.0761	0.0632	-0.0039	-0.0687	0.0616	-0.0392	0.0508	0.1150	0.6939	0.0131	.2172
v87	-0.0235	0.0048	-0.1010	-0.0939	0.1680	0.0070	0.0083	0.0489	0.0619	-0.3707	0.0300	-0.3184	0.1150	0.3801	.2906

Tabella 2 – Varianza Spiegata

Principal components/correlation

Number of obs = 72

Number of comp. = 14

Trace = 38

Rotation: orthogonal varimax (Kaiser off)

Rho = 0.8043

Component	Variance	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	3.55311	.739171	0.0935	0.0935
Comp2	2.81394	.166169	0.0741	0.1676
Comp3	2.64777	.10515	0.0697	0.2372
Comp4	2.54262	.0053443	0.0669	0.3041
Comp5	2.53728	.0845256	0.0668	0.3709
Comp6	2.45275	.156983	0.0645	0.4355
Comp7	2.29577	.186882	0.0604	0.4959
Comp8	2.10889	.191991	0.0555	0.5514
Comp9	1.9169	.250681	0.0504	0.6018
Comp10	1.66621	.027287	0.0438	0.6457
Comp11	1.63893	.0166213	0.0431	0.6888
Comp12	1.62231	.177596	0.0427	0.7315
Comp13	1.44471	.122082	0.0380	0.7695
Comp14	1.32263	.	0.0348	0.8043

Nota: il valore della varianza spiegata dalla soluzione fattoriale è pari all'80%.

Table 3 – variabili IC in Cordazzo (2007)

A) Dimensione "Capitale Umano"

- 1 staff in base all'età
- 2 staff in base agli anni di lavoro
- 3 staff in base al sesso
- 4 staff in base alla nazionalità
- 5 staff in base ai dipartimenti
- 6 staff in base alla funzionalità
- 7 staff in base al livello di educazione
- 8 tasso di rotazione del personale
- 9 commenti sul cambiamento del numero dei lavoratori
- 10 salute e sicurezza dello staff
- 11 assenze
- 12 interviste allo staff
- 13 dichiarazioni di politica sullo sviluppo delle competenze
- 14 descrizione dei programmi e delle attività sullo sviluppo competenze
- 15 spese di educazione e formazione
- 16 spese di educazione e formazione/dipendenti
- 17 spese per il personale/dipendenti
- 18 politiche di reclutamento
- 19 dipartimento, divisioni o funzioni dell'HRM
- 20 opportunità di rotazione del lavoro
- 21 opportunità di carriera
- 22 sistema di remunerazione ed incentivi
- 23 pensioni
- 24 politiche assicurative
- 25 dichiarazione di dipendenza da lavoratori chiave
- 26 entrate/dipendenti
- 27 valore aggiunto/dipendenti
- 28 attività svolte dai componenti degli organi sociali all'esterno
- 29 numero dipendenti per nazione

B) Dimensione "Clienti"

- 30 numero clienti
- 31 vendite in relazione al cliente
- 32 vendite annuali per segmento o prodotto
- 33 dimensioni medie del cliente
- 34 dipendenza da clienti chiave
- 35 descrizione del coinvolgimento dei clienti
- 36 descrizione del rapporto con i clienti
- 37 educazione/formazione dei clienti
- 38 clienti/num. Dipendenti
- 39 valore aggiunto per cliente o segmento
- 40 percentuale di mercato
- 41 percentuale relativa di mercato
- 42 percentuale di mercato in base al paese, segmento o prodotto
- 43 riacquisti
- 44 dichiarazioni sulla concorrenza
- 45 struttura contrattuale

C) Dimensione "Information Technology"

- 46 descrizioni e ragioni per investire in IT
- 47 sistemi IT
- 48 Software installati
- 49 Descrizione dei benefici portati dall'IT
- 50 Spese IT

D) Dimensione "Processi"

- 51 informazione e comunicazione dentro l'azienda
- 52 sforzi relazionati all'ambiente di lavoro
- 53 lavoro da casa
- 54 condivisione interna di informazione e conoscenza
- 55 condivisione esterna di informazione e conoscenza
- 56 misure interne ed esterne di fallimenti e rischi
- 57 benefici aggiuntivi e offerte sociali della società
- 58 approvazione ambientale, dichiarazioni e politiche

E) Dimensione "Ricerca e sviluppo"

- 59 dichiarazioni di politica, di strategia e/o obiettivi dell'attività di R&S
- 60 Spese di R&S
- 61 Spese di R&S sopra le vendite
- 62 R&S, stadio iniziale
- 63 R&S, stadio sviluppo
- 64 Prospettive future di R&S
- 65 dettagli sui brevetti dell'azienda
- 66 numero di brevetti e licenze
- 67 brevetti pendenti
- 68 marchi

F) Dimensione "Strategia"

- 69 descrizione della nuova tecnologia di produzione
- 70 dichiarazioni sulla qualità della performance aziendale
- 71 alleanze strategiche
- 72 obiettivi e ragioni delle alleanze strategiche
- 73 commenti sugli effetti delle alleanze strategiche
- 74 descrizione della rete di distributori e fornitori
- 75 dichiarazioni sull'immagine e la marca
- 76 dichiarazioni sulla cultura aziendale
- 77 best practise
- 78 struttura organizzativa
- 79 utilizzo energia, materiali rozzi ed altri beni
- 80 investimenti nell'ambiente
- 81 descrizione del coinvolgimento nella comunità
- 82 informazioni sulla responsabilità e gli obiettivi sociali dell'azienda
- 83 descrizione dei contratti dei lavoratori, clausole contrattuali
- 84 analisi di settore
- 85 indici finanziari di sintesi
- 86 dipendenza da fornitori e finanziatori
- 87 programmi futuri e strategie

APPENDICE 2 – LI, PIKE AND HANIFFA (2008)

Tabella 1- Matrice delle component ruotate

Variable	Comp1	Comp2	Comp3	Comp4	Comp5	Comp6	Comp7	Comp8	Comp9	Comp10	Comp11	Comp12	Comp13	Unexplained
v2	-0.0364	0.0088	0.0557	-0.0549	-0.1031	-0.0232	0.0282	0.0304	0.0818	-0.0249	0.7328	-0.0359	-0.0489	.1742
v5	0.0354	0.0037	-0.0400	-0.0583	-0.0494	0.0258	-0.1054	0.7211	-0.0204	0.0137	0.0075	0.0840	-0.0557	.1816
v6	-0.0323	0.0234	0.1679	-0.4324	0.1230	0.4132	-0.0657	0.1082	-0.3110	0.1431	0.1093	0.1089	0.1259	.1907
v8	-0.1943	0.4948	0.0347	0.0936	0.0743	0.2887	-0.0135	0.0859	0.0386	-0.0245	0.0341	-0.0418	-0.1259	.349
v11	-0.0678	0.0947	-0.0057	0.4988	-0.0304	0.1600	0.1195	-0.1284	-0.1674	-0.1922	0.0838	-0.0101	0.1473	.2605
v16	-0.0315	-0.0279	0.0360	0.0031	-0.0071	0.0143	-0.0288	-0.0517	-0.0563	0.7109	0.0059	-0.0704	-0.0083	.1991
v17	0.5374	-0.2306	0.0232	0.0730	-0.0787	0.1073	-0.0179	0.1464	-0.0141	-0.0444	0.0019	0.0082	0.0584	.32
v19	0.0045	0.0065	0.0683	0.0103	-0.0571	0.0630	0.1115	0.0854	0.0858	-0.1017	-0.0287	0.7145	0.0563	.1861
v20	0.1179	0.0113	0.4287	-0.0787	0.1604	0.0146	-0.1906	-0.1520	0.0573	-0.4032	-0.0352	0.0612	-0.1033	.1859
v21	0.0298	0.0051	-0.0504	0.0430	-0.0356	0.6918	0.0721	-0.0376	0.0638	-0.0297	-0.0167	0.0398	-0.0546	.2072
v22	-0.0462	-0.0127	-0.0064	-0.0616	0.0152	0.0385	0.0125	-0.0297	0.7427	-0.0375	0.0776	0.0785	0.0064	.1368
v23	0.1679	0.4487	-0.0549	0.0075	-0.0812	0.0410	-0.1750	-0.0620	0.0170	-0.1393	0.0939	-0.3219	0.0594	.2494
v24	0.2946	0.2850	0.1543	-0.0242	0.0795	-0.0934	0.1209	0.0469	0.2999	0.3671	-0.0495	-0.0008	0.0200	.1856
v27	-0.0503	0.1253	-0.0240	0.0119	0.6618	0.0310	0.0497	0.0015	0.0076	-0.0240	-0.0975	-0.0370	0.0566	.2659
v29	0.5241	0.0912	0.0869	-0.0386	0.0240	-0.1073	0.2062	-0.0255	-0.0835	-0.0611	0.0504	-0.0552	-0.1910	.2192
v30	0.2133	-0.0332	-0.1316	0.0916	0.2437	0.1306	-0.0353	-0.0120	-0.0153	0.0832	0.4891	-0.0135	0.1448	.2466
v31	0.0917	0.1227	-0.0880	0.0562	0.1241	-0.2193	0.0847	0.4076	-0.2185	-0.1681	0.0486	0.0442	0.0732	.2231
v35	-0.0250	0.1963	0.0083	-0.2705	-0.3123	-0.1695	0.0768	-0.2079	-0.1564	-0.0805	0.1187	0.0457	0.2512	.4364
v36	-0.0450	0.5116	0.0201	-0.0707	0.0664	-0.1738	0.0935	0.0073	-0.0975	0.0631	-0.1021	0.1928	-0.0286	.3367
v39	0.0527	0.0849	0.5923	0.1663	-0.0848	-0.0733	-0.2021	-0.0201	0.0393	0.1270	0.0949	0.2022	0.1100	.1637
v41	0.1174	0.0110	-0.2781	-0.0894	0.1746	0.0046	-0.3431	-0.1457	0.0433	0.0161	-0.0967	0.2618	0.0525	.2732
v44	0.0336	-0.0290	0.1235	0.6089	0.0454	-0.0010	-0.0676	0.0246	-0.1003	0.1594	-0.0455	0.0606	-0.0053	.186
v45	0.3361	0.0734	-0.2091	-0.0430	-0.0645	0.0798	-0.1536	-0.3380	-0.2084	0.0790	-0.0630	0.2317	-0.1245	.2387
v47	0.0621	0.0044	-0.0872	0.0012	0.0370	0.0415	0.7491	-0.0827	0.0315	0.0127	0.0107	0.1199	0.0218	.1571
v48	0.0465	0.1511	-0.4641	0.1493	-0.0415	-0.0983	-0.2296	0.0380	0.1571	0.0079	0.1260	0.1910	0.0631	.3212
v53	-0.0479	-0.0328	0.0165	0.0168	0.0433	-0.0378	0.0099	-0.0327	-0.0117	0.0156	0.0002	0.0495	0.7851	.1768
v59	0.0139	-0.1690	0.0429	-0.0781	0.4957	-0.1648	0.0017	-0.1043	-0.0142	-0.0320	0.1277	-0.0333	0.0154	.3449
v61	0.2435	0.0472	0.0135	-0.0543	-0.0768	0.1564	0.0031	0.1172	0.1867	-0.0701	-0.2971	-0.2832	0.3681	.2505

Tabella 2 – Varianza spiegata (Robustness test)

Principal components/correlation			Number of obs =	71
			Number of comp. =	13
Trace	=	28		
Rotation: orthogonal varimax (Kaiser off)			Rho =	0.7619
Component	Variance	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	2.06954	.14919	0.0739	0.0739
Comp2	1.92035	.0579133	0.0686	0.1425
Comp3	1.86243	.0488693	0.0665	0.2090
Comp4	1.81356	.0974893	0.0648	0.2738
Comp5	1.71607	.150614	0.0613	0.3351
Comp6	1.56546	.0171276	0.0559	0.3910
Comp7	1.54833	.00108838	0.0553	0.4463
Comp8	1.54725	.0293032	0.0553	0.5015
Comp9	1.51794	.000372688	0.0542	0.5557
Comp10	1.51757	.0189941	0.0542	0.6099
Comp11	1.49858	.0357625	0.0535	0.6635
Comp12	1.46281	.168767	0.0522	0.7157
Comp13	1.29405	.	0.0462	0.7619

Nota: la varianza spiegata nel test di robustezza risulta pari al 76%.

Tabella 3 – Variabili IC in Li, Pike & Haniffa (2008)

A) Structural Capital

- 1 Intellectual property
- 2 Process
- 3 Management philosophy
- 4 Corporate or organisational culture
- 5 Organisational flexibility/adaptability
- 6 Organisational structure
- 7 Organisational learning
- 8 Research and development
- 9 Innovation
- 10 Technology
- 11 Financial relations
- 12 Customer support function
- 13 Knowledge-based infrastructure
- 14 Quality management and improvement
- 15 Accreditations
- 16 Overall infrastructure/capability
- 17 Networking
- 18 Distribution network

B) Relational Capital

- 19 Customers
- 20 Market presence
- 21 Customer relationships
- 22 Customer acquisition
- 23 Customer retention
- 24 Customer training and education
- 25 Customer involvement
- 26 Company image/ reputation
- 27 Company awards
- 28 Public relations
- 29 Diffusion and networking
- 30 Brands
- 31 Distribution channels

- 32 Relationship with suppliers
- 33 Business collaborations
- 34 Business agreements
- 35 Favourable contracts
- 36 Research collaborations
- 37 Marketing
- 38 Relationship with stakeholders
- 39 Market leadership

C) Human Capital

- 40 Number of employees
- 41 Employees age
- 42 Employee diversity
- 43 Employee equality
- 44 Employee relationship
- 45 Employee education
- 46 Skills/know-how/expertise/knowledge
- 47 Employee work-related competences
- 48 Employee work-related knowledge
- 49 Employee attitudes/ behaviour
- 50 Employee commitments
- 51 Employee motivation
- 52 Employee productivity
- 53 Employee training
- 54 Vocational qualification
- 55 Employee development
- 56 Employee flexibility
- 57 Entrepreneurial spirit
- 58 Employee capabilities
- 59 Employee teamwork
- 60 Employee involvement with community
- 61 Other employee features