

# POLITECNICO DI MILANO

Scuola di Ingegneria Industriale e dell'Informazione

Corso di Studi in Ingegneria Gestionale

Orientamento Finanza

Il contenuto informativo dei prospetti di quotazione in  
Borsa: un'analisi empirica sulle scelte lessicali



Relatore:  
Professor Giancarlo Giudici

Tesi di Laurea  
Magistrale di:  
Alessandro Biffi Matr. 766477

# Indice.

Abstract .....	9
Abstract .....	10
Introduzione .....	11
Capitolo 1. La teoria riguardante le Initial Public Offerings: le tipologie, le fasi del processo, gli attori e le peculiarità .....	13
1.1. <i>Introduzione alle IPO</i> .....	13
1.1.1. I benefici della quotazione .....	14
1.1.2. I costi della quotazione .....	17
1.2. <i>Le fasi di cui si compongono le offerte pubbliche iniziali e gli attori che vi intervengono</i> .....	22
1.2.1. Le fasi preliminari del processo di quotazione .....	22
1.2.2. Approfondimento sulle tecniche di determinazione dell'offer price nelle offerte pubbliche iniziali .....	25
1.2.3. Le fasi di sviluppo della documentazione relativa ad un'operazione di quotazione .....	26
1.2.4. Il processo di presentazione al pubblico dell'offerta .....	29
1.2.5. La tecnica del "book building" e la fissazione del prezzo d'offerta ...	32
1.2.6. Le fasi dell'offerta vera e propria .....	34
1.2.7. Le tempistiche relative ad un'operazione di quotazione .....	36
1.3. <i>Panoramica rivolta alla descrizione delle diverse tipologie di offerte pubbliche iniziali</i> .....	38

1.3.1. Il confronto tra le tre tipologie di IPO .....	39
<i>1.4. le caratteristiche contraddistintive delle offerte pubbliche iniziali .....</i>	<i>41</i>
1.4.1. Cos'è l'underpricing .....	42
1.4.2. Le teorie relative all'underpricing .....	43
1.4.3. Approfondimento circa la figura e il ruolo dell'underwriter .....	46
1.4.4. Altri filoni teorici riguardanti l'underpricing .....	47
1.4.5. Le determinanti classiche dell'underpricing .....	49
1.4.6. Il tentativo di tradurre l'incertezza entro delle variabili osservabili ....	50
1.4.7. Gli strumenti a disposizione delle imprese quotande per gestire il fenomeno dell'underpricing .....	53
1.4.8. Come il trattamento delle informazioni incide sull'underpricing: la Partial Adjustment Theory e gli studi di Lowry e Schwert .....	55
1.4.9. L'indagine svolta da Loughran e McDonald .....	58
1.4.10. I limiti dello studio eseguito da Loughran e McDonald .....	62

Capitolo 2. Tra la teoria classica relativa alle IPO e l'indagine di Loughran e McDonald: obiettivi e aspettative dello studio descritto in questo testo ..... 64

<i>2.1. Gli obiettivi dell'analisi eseguita .....</i>	<i>64</i>
2.1.1. Le caratteristiche firm-specific .....	66
2.1.2. Le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale .....	66
2.1.3. Le caratteristiche del mercato .....	67
<i>2.2. I legami attesi, o almeno ipotizzati, tra le variabili analizzate all'interno dello studio sviluppato .....</i>	<i>69</i>
2.2.1. Come l'insicurezza potrebbe manifestarsi all'interno della classe racchiudente l'insieme dei tratti aziendali distintivi .....	70
2.2.2. Come l'incertezza potrebbe manifestarsi all'interno del gruppo di determinanti caratterizzanti l'operazione di quotazione stessa .....	72
2.2.3. Come l'incertezza potrebbe andare ad incidere sul legame presentato tra l'andamento del mercato e il tono assunto dai diversi prospetti informativi .....	74

Capitolo 3. Metodologia e ipotesi di ricerca .....	76
3.1. <i>La costruzione del dataset d'analisi</i> .....	76
3.2. <i>Le parole da cercare, delle quali calcolarne le frequenze di comparizione</i> ....	85
3.2.1. I risultati della traduzione .....	86
3.3. <i>La creazione del campione ristretto</i> .....	88
3.3.1. Lo schema logico seguito durante la costruzione del “campione ristretto” .....	90
3.4. <i>La procedura analitica adottata nello studio del “campione ristretto”</i> .....	95
3.4.1. Il processo d'identificazione delle “Stop-Words” .....	96
3.4.2. Le “Stop-Words” considerate nel corso dello studio riportato all'interno della presente relazione .....	100
3.4.3. Il processo d'analisi vero e proprio dei prospetti appartenenti al “campione ristretto” .....	102
3.4.4. Il passo chiave della procedura: il calcolo delle frequenze relative .	106
3.5. <i>L'iter statistico-analitico adottato in fase di determinazione delle liste di parole chiave definitive</i> .....	110
3.5.1. La procedura teorica di riconoscimento delle parole più significative .....	111
3.5.2. La traduzione numerica della modalità teorica di riconoscimento delle parole più significative .....	113
3.5.3. Il secondo (e conclusivo), stadio della procedura di creazione delle liste di parole chiave definitive: l'identificazione dei termini significativi per l'intera popolazione di documenti da analizzare .....	120
3.5.4. La trattazione numerica del secondo stadio della procedura di creazione delle liste di parole chiave definitive .....	122
3.6. <i>Le liste di parole chiave definitive e lo studio dei documenti del database complessivo</i> .....	131
3.6.1. L'analisi dei documenti facenti parte del campione di partenza .....	132
3.7. <i>Approfondimento sulle variabili oggetto di studio</i> .....	136
3.7.1. Le variabili dipendenti: il caso della lista di parole legali .....	136

3.7.2. Le variabili indipendenti .....	139
3.7.3. Le caratteristiche firm-specific .....	139
3.7.4. Le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale .....	141
3.7.5. Le peculiarità del mercato .....	144
Capitolo 4. I risultati delle analisi statistico-matematiche eseguite .....	146
4.1. <i>Le statistiche univariate</i> .....	146
4.1.1. Le statistiche univariate relative alle sei liste di parole definitive ....	147
4.1.2. Le statistiche univariate relative alle variabili indipendenti .....	150
4.2. <i>I risultati delle regressioni</i> .....	156
4.2.1. Il fenomeno della multicollinearità .....	156
4.2.2. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche dell'emittente .....	159
4.2.3. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche dell'offerta .....	163
4.2.4. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche del mercato in fase pre IPO .....	168
4.2.5. Le regressioni di sintesi .....	171
Conclusioni .....	176
Bibliografia .....	181
Ringraziamenti .....	184

## Indice delle Figure.

<b>Figura 3.1.</b> Spaccato dell'output ottenuto dall'analisi del prospetto di Cucinelli 2012 .....	85
<b>Figura 3.2.</b> Spaccato della tabella di analisi per la determinazione del “campione ristretto” .....	92
<b>Figura 3.3.</b> Spaccato dell'output ottenuto dopo che il software ha analizzato il prospetto di Tiscali 1999 .....	103
<b>Figura 3.4.</b> Computo delle occorrenze totali, normalizzate e di quelle relative alle Stop Word, per il prospetto di Tiscali 1999 .....	104
<b>Figura 3.5.</b> Spaccato della tabella comprensiva del calcolo delle frequenze assolute e normalizzate relative all'intensità con la quale ogni lemma, presente all'interno del prospetto informativo di Tiscali 1999, compare nello stesso .....	105
<b>Figura 3.6.</b> Spaccato del foglio di analisi del prospetto informativo di Tiscali 1999 .....	107
<b>Figura 3.7.</b> Spaccato del foglio di analisi del prospetto informativo di Tiscali 1999 .....	108
<b>Figura 3.8.</b> Schema delle parole d'incertezza frequenti .....	123
<b>Figura 3.9.</b> Schema delle parole positive più frequenti .....	125
<b>Figura 3.10.</b> Schema delle parole deboli modali più frequenti .....	126
<b>Figura 3.11.</b> Schema delle parole forti modali più frequenti .....	127
<b>Figura 3.12.</b> Schema delle parole legali più frequenti .....	128
<b>Figura 3.13.</b> Schema delle parole negative più frequenti .....	129
<b>Figura 3.14.</b> Spaccato dell'output ottenuto dall'analisi del software per il prospetto AEM 1998 .....	133
<b>Figura 3.15.</b> Calcolo delle frequenze assolute e normalizzate per il prospetto informativo AEM 1998 .....	133
<b>Figura 3.16.</b> Calcolo delle occorrenze, delle frequenze assolute, normalizzate e	

relative per le parole appartenenti alla lista definitiva di termini negativi e dei rispettivi totali, per quanto riguarda il prospetto informativo AEM 1998 .....	134
<b>Figura 3.17.</b> Lista definitiva di termini legali .....	138

## Indice delle Tabelle.

<b>Tabella 3.1.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative deboli modali .....	114
<b>Tabella 3.2.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative forti modali .....	115
<b>Tabella 3.3.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative legali .....	116
<b>Tabella 3.4.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative negative .....	117
<b>Tabella 3.5.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative d'incertezza .....	119
<b>Tabella 3.6.</b> Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative positive .....	119
<b>Tabella 3.7.</b> Rappresentazione delle liste di parole chiave definitive, da ricercare all'interno della totalità dei prospetti informativi presi in considerazione .....	131
<b>Tabella 4.1.</b> Statistiche univariate per le diverse liste di parole tonali .....	148
<b>Tabella 4.2.</b> Statistiche univariate per la totalità delle variabili indipendenti considerate all'interno della presente indagine .....	151
<b>Tabella 4.3.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'emittente .....	159
<b>Tabella 4.4.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'emittente .....	159
<b>Tabella 4.5.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'offerta .....	164



<b>Tabella 4.6.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'offerta .....	164
<b>Tabella 4.7.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'mercato in fase pre IPO .....	168
<b>Tabella 4.8.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'mercato in fase pre IPO .....	169
<b>Tabella 4.9.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative tutte quelle fin qui considerate all'interno della presente relazione .....	172
<b>Tabella 4.10.</b> Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative tutte quelle fin qui considerate all'interno della presente relazione .....	173

## **Abstract.**

Il seguente studio verte sul tema delle IPO, acronimo di Initial Public Offerings, che di fatto rappresenta il processo attraverso il quale le aziende intendono sbarcare in un dato mercato di Borsa.

In particolare esso si focalizza sull'analisi testuale dei prospetti informativi, redatti in corrispondenza di tali eventi, con l'obiettivo di individuarne il tono presentato, negativo o positivo che sia.

Tutto questo è stato svolto allo scopo di capire quali caratteristiche (dell'emittente, del mercato o dell'offerta), incidono maggiormente sulla stesura degli stessi e in che modo la condizionano.

Per raggiungere il suddetto fine, è stato preso a riferimento un campione composto da 168 IPO, avvenute in Italia tra il 1997 e il 2013.

Ai relativi prospetti informativi è poi stata applicata un'apposita procedura analitica, atta ad estrapolarne il tono presentato.

In particolare, sono state create sei liste di vocaboli (negativi, positivi, deboli modali, forti modali, legali e d'incertezza), attraverso la ricerca dei quali, all'interno dei testi presi in considerazione, si è stati in grado di andare ad intercettare le diverse sfumature lessicali presentate dagli stessi.

I risultati così ottenuti sono stati successivamente passati al vaglio dell'esame regressivo. Quest'ultimo è stato ripetuto in relazione ad ogni classe di caratteristiche differenti prese a riferimento (firm specific, riguardanti l'offerta o il mercato), ed in base alla diversa frazione tonale che si intendeva andare ad indagare (positiva o negativa).

Infine, gli esiti osservati a seguito dell'applicazione della suddetta procedura, sono stati poi letti ed interpretati alla luce delle teorie classiche, riguardanti i fattori caratterizzanti le diverse offerte pubbliche iniziali.

**Parole chiave:** IPO, prospetto informativo, analisi testuale, liste tonali, teorie classiche.

## **Abstract.**

The following study deals with the topic of IPOs, stands for Initial Public Offerings, that represents the process by which companies intend to go public.

In particular, it focuses on textual analysis of the related prospectuses, drawn up when a corporation wants to do that, with the aim of identifying the tone presented, negative or positive it is.

This was done in order to understand what features (about the issuers, the market or the offers), have the greatest impact on the writing operation of the same texts and how they can do that.

With the aim of reach such a goal, it was taken as reference, a sample of 168 IPOs, which took place in Italy between 1997 and 2013.

To the related prospectuses of them, was then applied to a specific analytical procedure, in order to extrapolate the tone that they presented.

In particular, were created six lists of words (negative, positive, weak modal, strong modal, legal and uncertain), through the research of which, inside the texts taken into account, has been able to intercept the different tone presented by the same.

The result thus obtained, were subsequently passed to the screening of the OLS regression analysis.

This step was repeated every time it was taken a different class of features as reference (about the issuers, the market or the offers), or when, the type of tone that it was intended to investigate (positive or negative), changed.

Lastly, the output observed following the application of this exam, were afterwards read and interpreted in the light of the classical theories concerning the factors, that are able to characterize the different Initial Public Offerings.

**Key words:** IPOs, prospectus, textual analysis, tonal lists, classical theories.

## Introduzione.

La vita di un'impresa assomiglia per certi versi, a quella di un uomo, infatti in entrambi i casi si assiste ad una nascita, ad una crescita, ad una fase di maturità e ad una situazione di “declino” che culmina con la scomparsa dello stesso soggetto.

All'interno di questo ciclo, esistono però dei momenti e si vengono a creare delle condizioni per le quali una data scelta (strategica), è in grado di caratterizzare e di influenzare tutta la storia futura che resta da percorrere.

Se nella vita reale un esempio di quanto detto, può essere rappresentato dalla decisione di sposarsi, per quanto riguarda invece il mondo aziendale, il suo parallelo potrebbe essere la volontà espressa da una data società di volersi quotare in Borsa.

Siccome quest'ultimo, è un passo in grado di condizionare l'intero ciclo vitale di una specifica impresa, è comprensibile come lo studio e l'analisi delle ragioni che ne stanno alla base, delle sue modalità esecutive e delle conseguenze che esso comporta, abbia coinvolto un gran numero di esperti in materia economica e finanziaria, provenienti da tutto il mondo.

Se però, allo stato attuale dell'arte, il processo di quotazione è ormai stato esaminato a fondo in tutti i suoi dettagli, lo stesso non si può dire per quanto riguarda alcuni fenomeni, molto particolari che esso tende a generare.

E' in questo contesto che s'inserisce un articolo relativo ad un'indagine statunitense, dalla grande carica innovativa, dedicata proprio all'approfondimento di quest'ultime particolari dinamiche, pubblicato in data 5 Febbraio 2013, sulla prestigiosa rivista finanziaria chiamata Journal of Financial Economics.

Quindi, la voglia di giungere ad una spiegazione definitiva ed univoca di codesti particolari fattori, tutt'ora in parte ininterpretabili, in quanto ritenuti poco razionali, ha contribuito a porre le basi per la realizzazione di questa indagine.

Lo studio statunitense summentovato ha poi apportato una spinta decisiva in tal senso, sulla base del fatto che, dopo decenni di ininterrotti approfondimenti sulle conseguenze della quotazione, e sui fenomeni che quest'ultima è in grado di generare, molto simili tra di

loro, si è deciso di vedere ed esaminare ciò, da un punto di vista totalmente nuovo e inesplorato, dando nuova linfa vitale ad un filone di ricerca che negli ultimi tempi, si era un po' arenato, in una situazione di generale aridità di spunti d'indagine originali.

L'esempio, (più che i risultati), dato da tale articolo è possibile che in futuro, spinga alcuni esperti ad intraprendere nuovamente la strada della ricerca riguardo le suddette tematiche, un po' come accaduto nel caso presente, utilizzando però delle procedure differenti rispetto a quanto fatto in passato, riuscendo magari nell'intento di spiegare in termini logico-razionali, alcune delle peculiarità legate al processo di quotazione, che ancora oggi non è stato possibile esplicitare in toto.

Entrando più nel merito della questione, ecco come sarà strutturata la presente relazione: essa conterà al proprio interno quattro capitoli, più una sezione conclusiva nella quale verranno tirate le fila del discorso.

Il primo dei quali, fungerà da unità introduttiva all'argomento oggetto di studio vero e proprio. In esso saranno analizzate, le motivazioni che stanno alla base della scelta di volersi quotare da parte di una specifica impresa, la procedura stessa del listing e verrà fatto il punto della situazione, circa lo stato dell'arte attuale, in cui versa la letteratura riguardante questo argomento.

Nel secondo capitolo invece si provvederà a descrivere in modo dettagliato gli obiettivi che hanno guidato l'indagine svolta.

Nel terzo ci si occuperà poi, di riportare in modo organico e completo la metodologia di ricerca adottata per raggiungere tali fini.

Infine il quarto "settore" di questo testo, sarà dedicato all'illustrazione e all'interpretazione dei risultati numerici ed empirici, ottenuti a seguito dell'applicazione della procedura appena menzionata.

Infine, a chiusura dell'elaborato, verrà posta, come già detto in precedenza, un'apposita sezione conclusiva, nella quale verranno tirate le somme relativamente a quanto ottenuto in output dallo studio qui descritto.

# **Capitolo 1. La teoria riguardante le Initial Public Offerings: le tipologie, le fasi del processo, gli attori e le peculiarità.**

## **1.1. Introduzione alle IPO.**

“L'offerta pubblica iniziale (o IPO), costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (con la creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato” (Borsa Italiana, 17 Gennaio 2011).

Anche se la definizione appena riportata, sviluppata da Borsa Italiana, relativamente al significato della parola IPO, acronimo di Initial Public Offerings, è piuttosto limitativa del fenomeno in questione, le quali implicazioni e conseguenze vanno ben al di là del semplice sbarco in un mercato regolamentato, essa tuttavia tende a fare un poco di luce intorno ad esso.

Quindi alla domanda cos'è una IPO, o in italiano offerta pubblica iniziale, si può rispondere dicendo che essa è una procedura decisamente lunga, complessa e articolata, nel quale si interviene l'azione di diversi soggetti, atti a fare in modo che i titoli di una data impresa possano essere scambiati in un mercato regolamentato, a seguito della loro quotazione. Quindi l'IPO sottintende la decisione di sbarcare in Borsa da parte di una particolare società.

Questa scelta rappresenta in genere un punto di svolta nella vita di un'impresa, segnando un punto di “rottura” col passato e condizionandone pesantemente il futuro.

Quindi essa non costituisce sicuramente una presa di posizione facile da assumere, la quale necessita di lunghe riflessioni e di ampie valutazioni, sulla base anche del fatto che, come già accennato in precedenza, il processo in questione si compone di numerose fasi da gestire e pianificare opportunamente e richiede l'intervento di diversi soggetti anche

esterni alla società che intende sbarcare in Borsa.

Tuttavia prima di addentrarci più a fondo nell'argomento è necessario ricordare che il meccanismo delle IPO è solo uno di quelli esistenti, attraverso i quali i titoli di un'azienda possono essere ammessi a negoziazione su di un mercato regolamentato.

Ad esempio nel caso in cui l'azionariato di una data società venga ritenuto (già in fase di pre-listing), secondo i canoni di Borsa e in base ai requisiti del segmento in cui intende quotarsi, sufficientemente diffuso allora la suddetta impresa non necessiterà di alcun collocamento ulteriore prima di poter essere ammessa a negoziazione su di un dato mercato. Il caso appena citato è quello in cui tipicamente vengono a trovarsi le banche popolari oppure alcune particolari società già quotate in altri mercati.

Un'altra modalità che non implica lo svolgimento di una IPO è quella che fa riferimento all'eventualità in cui un'impresa non quotata si fonda con una che invece lo è.

In tal caso avverrà solo uno scambio di azioni all'interno dell'azionariato della società "neo-quotata", i quali riceveranno a seguito di tale operazione dei titoli della società già presente in Borsa.

In ogni caso, prima di poter analizzare a fondo il fenomeno delle offerte pubbliche iniziali, è importante capire cosa spinge le diverse aziende a prendere la decisione di quotarsi, ossia quali benefici comporta un evento simile, ma anche che costi e che rischi potrebbe far nascere.

### **1.1.1. I benefici della quotazione.**

La scelta di quotarsi rappresenta una decisione strategica in grado di richiedere la modifica di tutta la struttura aziendale, dal sistema proprietario in primis a quello manageriale, dai rapporti con i clienti, dipendenti e fornitori a quello con l'intero sistema finanziario, ma una presa di posizione simile è anche in grado di creare valore per gli azionisti.

Principalmente le società fanno ciò perchè hanno un piano di nuovi investimenti da finanziare o possono voler crescere più incisivamente tramite acquisizioni, o ancora, i membri della famiglia fondatrice intendono cercare un'opportunità per diversificare l'investimento o dover affrontare più agevolmente un ricambio generazionale.

L'IPO rappresenta una risposta a queste esigenze.

Riprendendo il discorso dei benefici della quotazione, la Borsa rappresenta per le aziende uno strumento importante per competere anche a livello internazionale, offrendo nuove

opportunità di accesso al capitale di rischio e stimolando un salto di qualità nella gestione delle dinamiche aziendali, che permette un'accelerazione nello sviluppo delle pratiche di management e quindi una più rapida creazione di valore per i suoi azionisti.

Grazie a ciò, si accresce la dimensione del capitale economico dell'impresa intesa come investimento.

In ogni caso però è possibile comunque riconoscere una serie di vantaggi comuni e di carattere generale dati dalla quotazione, nonostante i diversi obiettivi imprenditoriali relativi alle differenti realtà produttive. Eccone una veloce carrellata:

- 1) Benefici di natura finanziaria: essi comprendono diversi elementi quale l'ampliamento e la diversificazione delle fonti finanziarie, con la quotazione infatti un'azienda può raccogliere più facilmente nuovi capitali di rischio, ridefinendo la propria struttura finanziaria, magari riequilibrandola se era eccessivamente sbilanciata verso l'utilizzo di quelli di debito.  
Può in questo modo anche accrescere il proprio standing creditizio, e utilizzare i suoi titoli, il cui valore è noto e accettato da tutti gli operatori del mercato, in qualità di garanzia per ottenere magari dei finanziamenti da parte degli istituti di credito. Inoltre il fatto di ottenere una valutazione di mercato continua, può permettere alla società in questione e a tutti i soggetti finanziari, di conoscere in ogni momento il suo valore, agevolando eventuali successive offerte sul mercato da parte della stessa, anche in aumento di capitale, permettendole di intercettare più facilmente dei nuovi capitali a basso costo, i quali potrebbero essere usati sia per finanziare la crescita esterna dell'emittente (attraverso future acquisizioni di altre imprese sia concorrenti che non), sia quella interna. In questo modo essa è in grado ad esempio di effettuare nuovi investimenti strategici in tempi più rapidi, atti ad accrescerne la capacità produttiva.  
Infine la valutazione in forma continua da parte del mercato dei titoli di una data impresa, permette a quest'ultima di usare gli stessi come forma di pagamento (equity cash), nei casi intenda intraprendere delle operazioni di fusione e/o acquisizione.
- 2) Benefici di natura organizzativa: per prima cosa, il fatto di quotarsi, tende a conferire maggiore liquidità alle azioni della data società appena sbarcata in Borsa, dando la possibilità agli attuali azionisti di disinvestire più agevolmente, in toto o



in parte, la propria partecipazione, permettendo loro una più facile diversificazione del proprio patrimonio o monetizzazione degli utili generati nel corso degli anni dall'impresa stessa.

Oppure ancora, la quotazione potrebbe agevolare il passaggio generazionale, soprattutto nel caso di aziende a conduzione familiare dove però non è possibile individuare un adeguato successore nella sua conduzione all'interno della stessa. In questo modo è possibile effettuare un riassetto proprietario senza provocare la perdita del controllo da parte della famiglia in questione, facilitandone eventualmente il mantenimento della propria quota di maggioranza, senza però richiederne il coinvolgimento nella gestione.

Allo stesso modo lo sbarco in Borsa potrebbe permettere di soddisfare l'esigenza di liquidare la quota dei soci desiderosi di uscire dalla compagine sociale, senza che ciò comporti necessariamente degli impegni finanziari da parte dei restanti azionisti o dell'azienda stessa.

Inoltre lo status di azienda quotata conferisce prestigio alla stessa, infatti il dover sottostare a degli obblighi di trasparenza relativa agli obiettivi e alle performance societarie e al doversi munire di apposite figure atte a sviluppare un certo flusso informativo sia all'interno che verso l'esterno, tende a conferire maggiore affidabilità e sicurezza all'impresa in questione, agli occhi degli operatori del mercato.

Infine, la maggior notorietà e il più spinto interesse mediatico, rivolto e riservato alle società quotate, permette a quest'ultime di essere in grado di attirare presso di sé del personale di miglior qualità e più qualificato. Allo stesso modo esse sono in grado di incentivare più efficacemente il proprio management ricorrendo a dei piani di stock option.

Tuttavia, il fatto di lavorare in società sottoposte al giudizio quotidiano del mercato, espresso attraverso l'andamento del prezzo delle loro azioni, costituisce già di per sé uno stimolo che spinge i loro manager ad assumersi maggiori responsabilità e ad impegnarsi attivamente nella risoluzione di eventuali problemi societari.

- 3) Benefici di natura operativa: all'interno di questa classe di vantaggi tipici della quotazione rientra ad esempio il fatto che, gli obblighi relativi alla revisione dei bilanci, alla necessità di fornire periodicamente, con una certa cadenza delle informazioni al pubblico che siano dettagliate, riguardanti particolari accadimenti aziendali, le regole di corporate governance e l'esistenza di organismi esterni

predisposti al controllo societario, comportano l'espansione della rete di relazioni dell'impresa, facendo aumentare in questo modo le opportunità di ottenere particolari accordi con i fornitori e i distributori, nonché nuove idee di business, assai convenienti e profittevoli, andando a migliorare in ultima analisi le performance complessive della società in generale.

Il processo di quotazione, può quindi essere interpretato come una procedura in grado di “certificare” la maggior qualità di una data impresa.

Inoltre l'ingresso di nuovi azionisti, in particolare di investitori istituzionali, tra i soci di una data azienda, nonché il fatto che il processo di quotazione spesso è accompagnato dall'adozione da parte dell'emittente di nuove procedure operative, di sistemi di gestione più efficienti e di strutture di programmazione e di controllo più avanzate, può portare allo stesso modo ad una maggiore capacità di generare degli utili da parte della società quotanda, permettendole di perseguire delle strategie di accrescimento della propria quota di mercato.

Generalmente tutto ciò porta all'instaurarsi di un circolo virtuoso in grado di assicurare un costante miglioramento delle performance nel corso del tempo.

Infine la quotazione può essere vista anche come una leva di marketing, capace di conferire visibilità e notorietà sia all'azienda stessa che ai suoi prodotti e alle sue attività. Questo aspetto è vero soprattutto nei casi del “cross o dual listing”, ossia di uno sbarco su più mercati di Borsa contemporaneamente, (generalmente sia domestici che su quelli esteri considerati strategici), rafforzandone in questo modo il prestigio anche a livello internazionale.

- 4) Benefici di natura fiscale: al fine d'incentivare le società a quotarsi, sono generalmente previste delle agevolazioni fiscali per quelle che intendono intraprendere tale percorso. Ad esempio sono previsti degli sgravi, per un periodo di tempo pari ai tre esercizi successivi allo sbarco in Borsa, attraverso l'applicazione di un'aliquota IRPEG agevolata su parte del reddito imponibile.

### **1.1.2. I costi della quotazione.**

Il processo di quotazione, anche se fin qui non sembrerebbe, presenta anche numerose insidie e soprattutto degli alti costi che possono essere sia diretti che indiretti e allo stesso modo da sostenere una tantum oppure in via continuativa nel tempo.

Più che di rischi forse è meglio parlare però di cambiamenti necessari, atti a fare in modo che la società in questione sia in grado di assolvere nel migliore dei modi agli obblighi e sia capace di rispettare i requisiti, che lo status di azienda quotata comporta.

Come sempre, il cambiamento è fonte di dubbi e preoccupazioni, tuttavia se viene opportunamente gestito potrebbe apportare numerosi benefici in termini di pratiche comunicative, operative e gestionali all'interno dell'impresa stessa, garantendole quindi l'ottenimento di tutta quella serie di vantaggi appena descritta.

Ovviamente i requisiti e quindi anche i costi da sostenere variano da caso a caso in base ad esempio alla tipologie delle pratiche di gestione adottate in passato da un dato emittente, in base alle modalità mediante le quali comunicava col mercato, al grado di trasparenza presentato e al segmento in cui intende quotarsi.

Tuttavia ancora una volta è possibile riconoscere una serie di esborsi comuni a tutte le IPO e più in generale inerenti a tutti i processi di quotazione.

Nel seguito verrà proposta una breve carrellata degli stessi:

- 1) I costi diretti: entro questa casistica rientrano tutte quelle commissioni pagate, generalmente una tantum al momento della quotazione.

Ad esempio rientrano quelle corrisposte agli advisor a fronte di apposite consulenze sia legali che strategiche.

Anche le società di revisione richiedono dei pagamenti a fronte della prestazione di certificazione dei bilanci aziendali, (questa pratica e quindi tale voce di costo non si esaurisce al momento della quotazione, ma prosegue nel tempo, in quanto essa rappresenta uno dei requisiti affinché, i titoli di una società possano essere negoziati in un mercato regolamentato).

Fanno parte di questa categoria anche le quote monetarie versate alla Consob durante la fase di ammissione alla quotazione.

Tutti gli esborsi riconducibili alla preparazione, alla scrittura, alla stampa e alla diffusione della documentazione relativa all'operazione in questione richiesta sia da Borsa Italiana che da Consob, (più in generale dalle autorità di vigilanza). In questo gruppo rientrano anche tutte le spese legate al marketing dell'IPO comprensiva di tutta le fase di redazione del prospetto informativo e dei contatti diretti con gli investitori istituzionali ritenuti d'importanza strategica da parte dell'emittente.

Allo stesso modo, nel caso di quotazioni con collocamento di titoli sul mercato, ad esempio in occasione delle offerte pubbliche iniziali, anche gli intermediari che gestiscono quest'attività (in genere l'underwriter e/o il consorzio di collocamento),

percepiscono una commissione in genere espressa come percentuale del capitale offerto (frequentemente compresa tra il 3% e il 7% dello stesso).

Analogamente anche Borsa Italiana prevede un corrispettivo di prima quotazione calcolato sulla capitalizzazione del titolo oggetto d'esame, misurata adottando come prezzo quello dell'offerta e come numero di azioni quello post-IPO.

La stessa società però, annualmente, richiede il pagamento di una seconda “parcella” alle aziende quotate sui mercati che gestisce, sulla base del volume degli scambi registrati per un dato titolo, ovviamente questo costo non è una tantum ma si ripete nel tempo.

Inoltre l'ammontare richiesto dalla stessa varia in entrambi i casi in base al mercato di riferimento sul quale una società intende sbarcare, e in corrispondenza dei servizi previsti da esso. Ad esempio, in genere, sarà richiesto un corrispettivo in denaro maggiore alle società quotate sul segmento STAR dell'MTA, in quanto godono di un più alto grado di visibilità, rispetto a quanto chiesto alle PMI, i quali titoli sono negoziati sull'AIM Italia (ex Mercato Ristretto ed Expandi).

Infine nel caso delle IPO, una società potrebbe anche dover sopportare il costo opportunità di aver ceduto le proprie azioni ad un prezzo inferiore rispetto a quello attribuitogli dal mercato (“underpricing”).

- 2) I costi indiretti: in questa categoria rientra tutta quella serie di esborsi che non sono legati direttamente col processo di quotazione vero e proprio, ma che sono influenzati da ciò sulla base del fatto, che una società per poter essere ammessa a negoziazione in un dato mercato regolamentato (o meglio i suoi titoli), è chiamata a far fronte a degli obblighi più o meno stringenti, in base al segmento in cui intende sbarcare.

Ad esempio, anche se queste in particolare rappresentano un po' una via di mezzo tra le due tipologie di costo, in quanto inerenti al processo di quotazione, ma riguardanti solo la fase post-listing, possono venire chiamate in causa anche le commissioni richieste dallo specialist, figura voluta da Borsa Italiana, la quale oltre a fungere da market maker nel breve periodo (2, 3 mesi dopo l'IPO), per quanto riguarda i titoli dell'azienda appena quotata, svolgendo un'attività di price support, esso è responsabile anche della pubblicazione e della comunicazione a Borsa Italiana e quindi anche ai soggetti attivi sui mercati in generale, delle relazioni e delle analisi finanziarie annuali, semestrali e trimestrali (ove richieste), della “matricola” in questione.

Un'altra possibile voce di spesa consiste nell'adozione di una figura, oppure nella costituzione di una vera e propria funzione aziendale, avente il compito di gestire il flusso informativo sia all'interno della società stessa che verso l'esterno, garantendo la massima trasparenza dell'emittente nei confronti del mercato, il tutto viene svolto affinché gli investitori possano percepire il reale valore della "matricola" in questione.

Per far ciò l'investor relator può rilasciare delle notizie di rilievo sui diversi aspetti della vita aziendale agendo per mezzo del sito web della corporate, attraverso i media o ricorrendo a degli incontri diretti con gli azionisti e/o i diversi analisti finanziari.

Un'altra fonte di cambiamento (e di costo), riguarda le pratiche di corporate governance, le quali diventano più stringenti nella fase post quotazione.

L'adozione infatti del codice di autodisciplina impone una revisione nei compiti e nelle modalità di nomina degli amministratori, compreso l'AD, e delle modalità d'azione degli stessi.

Similmente vanno riviste le funzioni del collegio sindacale e dei sindaci stessi, nonché vengono posti dei vincoli circa la loro composizione.

Altre potenziali criticità relative alla quotazione possono risiedere nel fatto che un grado eccessivo di trasparenza (disclosure), potrebbe danneggiare l'azienda stessa nella misura in cui venissero rivelate al mercato delle informazioni riservate dal punto di vista industriale o commerciale, in grado di minarne il vantaggio competitivo. E' quindi di fondamentale importanza la scelta di quelle da comunicare al pubblico o meno.

Un'altra fonte di rischio potrebbe consistere nel fatto che, sebbene il prezzo di un dato titolo quotato in Borsa dovrebbe rappresentarne quanto più fedelmente possibile il reale valore, sulla base dell'andamento dell'emittente stesso o relativamente alle sue scelte strategiche, a volte esso potrebbe risentire però di eventuali fasi congiunturale del mercato o di possibili azioni speculative, che niente hanno a che vedere con i fondamentali dell'azienda a cui si riferisce.

Altro punto, la questione della diluizione della proprietà, attraverso il processo di quotazione, il numero di azionisti di una data società tende ad aumentare di parecchio, e la concentrazione del controllo in genere diminuisce. Ogni nuovo proprietario, secondo la quota detenuta è portatore d'interessi spesso diversi tra loro e difficili da far conciliare. Per evitare d'incorrere in eventuali comportamenti

opportunistic da parte sia del management che di alcuni azionisti di maggioranza, spinti magari ad estrarre dei benefici privati dalla società stessa, deve essere previsto anche un rafforzamento della funzione di controllo di gestione.

Infine il fatto di quotarsi, potrebbe spingere i dipendenti di una data impresa, soprattutto quelli ricoprenti delle cariche di vertice, a dedicarsi sia prima, che durante, che dopo tale operazione, molto tempo alla essa, rischiando di porre erroneamente in secondo piano la reale gestione del business della stessa.

Quelli che sono stati appena riportati rappresentano all'incirca i pro e i contro che i proprietari di una data società e i suoi manager sono chiamati a valutare prima di intraprendere un'IPO, chiaramente avvalendosi dell'aiuto di advisor dedicati a ciò. Anche se breve, questa introduzione ha fin da subito posto in luce come una decisione simile è quindi tutt'altro che semplice da prendere e come essa potrebbe influenzare in positivo o negativo il futuro di una società.

Sulla base di queste considerazioni è possibile capire come mai nel corso degli ultimi decenni gran parte della letteratura finanziaria si è soffermata sull'analisi dei suddetti fenomeni.

A tal proposito, i paragrafi che seguiranno entreranno sempre più nel dettaglio dello studio delle offerte pubbliche iniziali, dapprima descrivendone le fasi del processo e gli attori che vi intervengono, per poi prenderne in considerazione le diverse tipologie e le peculiarità che le contraddistinguono e che fanno di esse un argomento così florido per l'analisi e il dibattito economico-finanziario.

## **1.2. Le fasi di cui si compongono le offerte pubbliche iniziali e gli attori che vi intervengono.**

Anche se esistono diverse tipologie di IPO, come si vedrà meglio nel paragrafo successivo, le fasi di cui si compongono questi processi molto articolati, e gli attori che vi intervengono, sono molto simili nei vari casi.

Le differenze più evidenti che esistono in termini di step procedurali, sono dovute più che alle diverse varianti esistenti, all'evoluzione tecnica nelle modalità di fissazione dei prezzi dei titoli offerti, atte a minimizzare la possibilità di collocare le proprie azioni ad un valore differente rispetto a quello a loro attribuito da parte del mercato.

### **1.2.1. Le fasi preliminari del processo di quotazione.**

Andando con ordine, il processo di quotazione inizia con un'attività attraverso la quale, il management e i proprietari di una data azienda, sulla base dei potenziali benefici e costi che possono emergere dalla quotazione stessa, decidono se intraprendere o meno tale percorso.

Per operare questa presa di posizione essi si avvalgono del supporto di un consulente strategico di estrema fiducia, ma anche di grande esperienza e assoluta competenza, chiamato advisor, più di un'altra serie di figure atte a consigliare e studiare la fattibilità dell'operazione in questione sotto diversi punti di vista quale quello fiscale, legale, statutario...ecc.

Quando tale fase decisoria rilascia in output una risposta positiva, il primo step che segue riguarda la nomina di tutti gli attori che poi interverranno di volta in volta negli step successivi dell'IPO.

A volte uno stesso soggetto può ricoprire più ruoli contemporaneamente, tuttavia per correttezza descrittiva essi verranno presentati, in questo caso, in maniera separata.

Nella fattispecie, molto brevemente sono: *l'advisor* (già nominato in precedenza), *il global co-ordinator*, *l'underwriter* (in genere queste due figure sono ricoperte dallo stesso

soggetto), *lo sponsor e lo specialist* (quest'ultimi due attori sono richiesti da Borsa Italiana e non da Consob).

In questo caso tali soggetti sono stati riportati al singolare, è chiaro però che potrebbero essere anche più di uno, a seconda della dimensione dell'offerta e della complessità dell'operazione intrapresa.

La loro funzione all'interno del processo di quotazione verrà approfondita al momento dell'assolvimento del compito per il quale sono chiamati a partecipare allo stesso, in corrispondenza delle diverse fasi nelle quali intervengono.

La nomina dei diversi attori rappresenta un primo punto critico di cruciale importanza, affinché il tutto possa avvenire in maniera favorevole per l'emittente. I suddetti attori devono quindi essere dei soggetti di assoluta esperienza, competenza, professionalità ma allo stesso tempo di fiducia per la società quotanda, in modo che quest'ultima possa fare completo affidamento su di loro.

L'attività che queste figure sono chiamate ad intraprendere sono decisive affinché un'IPO possa essere definita di successo o meno.

Tuttavia come già sottolineato in precedenza, essi rappresentano anche una delle principali voci di costo diretto dell'intera operazione, per cui tale aspetto non va sottovalutato durante lo svolgimento della fase di nomina degli stessi.

Proseguendo, lo step successivo è quello di pianificazione delle fasi e delle attività da eseguire, assegnando ad ogni elemento un proprio compito e delle date responsabilità, questa fase viene svolta insieme dal management aziendale e dai diversi consulenti appena nominati.

Successivamente viene eseguito il processo di "due diligence", che consiste in un complesso di attività, condotte dai consulenti coinvolti nella redazione del prospetto informativo, dirette all'analisi approfondita della società sotto vari profili, incluso quello legale, economico, di business e finanziario, al fine di verificare la fattibilità della quotazione ed entrare in contatto con tutte le informazioni necessarie per poter redarre tale documento.

Quest'ultimo costituisce l'unico testo contenente tutte le notizie relative all'emittente, alle strategie che intende adottare nel futuro e all'operazione in questione, disponibile per tutti gli investitori. Per questo motivo esso sarà assunto in qualità di documento di riferimento nello studio che verrà delineato all'interno dei prossimi capitoli della presente relazione.

La due diligence è una procedura molto complessa che vede coinvolti i consulenti legali,



fiscali e la società di revisione e che richiede alla struttura amministrativa ed al management della società quotanda una notevole collaborazione, allo scopo di agevolare la ricerca ed il reperimento delle informazioni necessarie.

Durante questa fase non solo vengono analizzate le caratteristiche dell'azienda quotanda, ma anche prese delle decisioni importanti relative all'operazione stessa, le quali influenzeranno il proseguo della procedura.

Per prima cosa è necessario *decidere su quale mercato l'emittente intende quotarsi*, se su uno domestico, se su uno straniero o su entrambi.

Il tutto deve essere analizzato attraverso gli obiettivi e le strategie di business che la stessa intende perseguire nell'immediato futuro.

In ogni caso la scelta del segmento è tutt'altro che banale ad esempio Borsa Italiana prevede diverse soluzioni in base alle caratteristiche aziendali presentate.

In particolare, esiste l'MTA dedicato alle società di età medio-grande, il cui business è stabile, che sono in grado di generare parecchi utili, che operano in settori maturi e che detengono una quota di mercato abbastanza elevata, poi vi è l'AIM Italia (ex Expandi o Mercato Ristretto), dedicato alle PMI, i quali requisiti di ammissione sono meno stringenti, (ad esempio per quotarsi in questo mercato non è necessaria la pubblicazione di alcun prospetto informativo), fino al 2008 poi esisteva anche l'MTAX (ora accorpato all'MTA), che dal 2006 aveva sostituito il Nuovo Mercato, il quale rappresentava una sorta di segmento dedicato alle aziende tecnologiche, di giovane costituzione, operanti nei settori dell'hi-tech, le quali necessitavano di ingenti capitali per sostenere i propri progetti di sviluppo.

Infine esiste il comparto STAR dell'MTA, che rappresenta quello ad alti requisiti, dove a fronte di maggiori obblighi in termini d'informativa al pubblico e di trasparenza, Borsa Italiana s'impegna a conferire alle società presenti maggior visibilità.

Quindi la scelta del mercato per un'azienda quotanda si basa su due principi, la valutazione delle proprie caratteristiche e di quelle del segmento in cui intende sbarcare, obblighi istituzionali richiesti compresi.

Deciso questo, un'altra scelta da compiere è quella *del momento in cui lanciare l'IPO*, in realtà non esiste un periodo migliore in assoluto, tuttavia è dato per certo che le società preferiscono quotarsi quando il trend di mercato al momento della stesura del prospetto informativo è positivo (hot issue markets), e cioè nei frangenti in cui gli investitori hanno a disposizione una gran mole di liquidità da poter investire, ed al contrario esse tendono a fuggire dai mercati in situazioni recessive, dove le risorse disponibili sono molto ristrette. Altre decisioni importanti che vengono prese in questa fase sono quelle relative alla

*dimensione dell'offerta*, espressa in numero di titoli, alla quota parte di essa composta da azioni di nuova emissione e invece alla percentuale della stessa rappresentata dalla vendita di quelle già esistenti, possedute dagli insider (azionisti in fase di pre IPO).

Infine viene stabilito l'intervallo di prezzo iniziale (price range) entro il quale probabilmente cadrà quello d'offerta finale.

Quest'ultimo argomento data la sua importanza cruciale merita di essere adeguatamente approfondito.

### **1.2.2. Approfondimento sulle tecniche di determinazione dell'offer price nelle offerte pubbliche iniziali.**

In passato venivano adottate due modalità di determinazione del prezzo dell'offerta, molto differenti dalla procedura del book building utilizzata oggi, la quale è di tipica estrazione statunitense.

Fino alla metà degli anni '80 venivano impiegati appunto il meccanismo ad asta o quello della fixed price offerings.

Tali procedure lasciavano all'emittente e all'underwriter (o lead manager), figura responsabile del consorzio di collocamento dei titoli offerti, una discrezionalità minima nell'influenzare l'esito dell'operazione in questione.

In tal caso era una norma comunemente adottata stabilire il prezzo di collocamento prima dell'IPO, pubblicandolo all'interno del prospetto informativo.

In questo modo però sia l'underwriter, quanto l'emittente non erano in grado di "settare" l'offerta sulla base dell'interesse manifestato dagli investitori nei confronti della stessa.

A partire dagli anni '90 però è diventata comune anche in Italia, la pratica di fissare il prezzo di collocamento dopo la pubblicazione del prospetto informativo, sul quale veniva riportato solamente un *range* di esso.

Il prezzo finale in tal caso, nonostante venisse stabilito a seguito della raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali, era ugualmente fissato prima dell'avvio dell'offerta pubblica.

A partire dal nuovo millennio, il prezzo di collocamento di un'IPO è stato infine stabilito al termine dell'offerta stessa .

Tuttavia, gli investitori pur non conoscendo esattamente il prezzo che avrebbero pagato per le azioni nel momento in cui comunicavano i loro ordini, sapevano però che sarebbe necessariamente ricaduto entro il price range pubblicato all'interno del prospetto

informativo, il quale ne rappresentava un intervallo vincolante.

Negli anni successivi ha preso progressivamente piede un'ulteriore modifica, nemmeno il price range era più tale, ma diventò semplicemente indicativo.

Pertanto, il prezzo finale sarebbe potuto, in linea teorica, andare oltre i suoi limiti.

Un prezzo massimo vincolante continua comunque ad essere pubblicato sui quotidiani qualche giorno prima dell'inizio dell'offerta (in genere un paio).

Attualmente, la procedura utilizzata per la determinazione del prezzo di collocamento è proprio quest'ultima, chiamata comunemente di "book building".

Siccome il database preso a riferimento per lo studio descritto nel seguito di questa relazione, racchiude gran parte delle IPO avvenute in Italia tra il 1997 e il 2013, e sempre nello stesso paese, l'ultimo esempio di offerta pubblica con fixed price è stato quello di Banca Carige avvenuta nel 1995 e le ultime initial public offerings avvenute per mezzo di un sistema ad asta furono quelle di Faema , Finarte e Del Favero, avvenute addirittura nel lontano 1986, in questo scritto verrà preso a riferimento e descritto unicamente il sistema di prezzaggio detto di book building.

Questa precisazione è però molto rilevante in quanto, come dimostrato dalla letteratura classica relativa alle IPO, le modalità attraverso le quali viene stabilito l'offer price finale hanno pesanti ripercussioni sul successo o meno di una data offerta pubblica iniziale, in termini di underpricing. Il suddetto argomento sarà perciò oggetto di un'approfondita analisi all'interno dei paragrafi successivi.

### **1.2.3. Le fasi di sviluppo della documentazione relativa ad un'operazione di quotazione.**

Ritornando al discorso relativo al processo di listing, eseguita la due diligence e prese tutte le decisioni in merito all'operazione oggetto di descrizione, compresa la determinazione del price range, il passo successivo consiste nella pubblicazione del prospetto informativo. La stesura dello stesso è uno step che va eseguito con molta attenzione, in quanto rappresenta l'unico documento disponibile, rivolto al pubblico indistinto dei risparmiatori, in grado d'informarlo circa l'operazione in questione, cercando di spingerlo ad investire sui titoli dell'emittente a cui esso fa riferimento, sulla base delle notizie relative allo stesso riportate al suo interno. Tale testo può quindi venir definito come il documento ufficiale atto a sollecitare il pubblico del risparmio.

La sua stesura nonostante inizi sin dalle prime battute del processo di quotazione, subito

dopo aver terminato l'operazione di due diligence, si può protrarre anche durante le fasi successive. In ogni caso però esso deve venire pubblicato prima che cominci l'attività di offerta vera e propria, in modo da poter informare i potenziali investitori prima che quest'ultima abbia inizio.

Il prospetto informativo è redatto dallo sponsor (secondo gli schemi richiesti da Consob), insieme al management della società e i consulenti legali, sulla base dei risultati delle analisi svolte durante il processo di due diligence, e ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti l'azienda e la struttura dell'offerta globale.

Essendo un documento pubblico rivolto anche agli investitori retail, la Consob, in qualità di organo di vigilanza, interviene in prima persona nella definizione dei parametri che deve rispettare e nella valutazione della sua adeguatezza, in modo puntuale, per ogni singolo caso, andando a tutelare in questo modo, anche i soggetti che hanno meno familiarità col processo di quotazione di una società.

In tale documento sono riportati i dati relativi alle condizioni economico-finanziarie dell'emittente e alle sue performance, viene descritta poi la sua posizione rispetto alla concorrenza, il proprio management, gli obiettivi e le strategie.

Altri fattori che vengono analizzati sono la forza lavoro, i fornitori, i clienti, i creditori e tutti i contratti, in modo da assicurare agli investitori che i rapporti finanziari siano accurati ed adeguati. Inoltre vi sono delle sezioni dedicate alle informazioni riguardanti la sollecitazione e gli strumenti finanziari oggetto d'offerta.

La versione definitiva del prospetto informativo viene depositata presso la Consob affinché essa la possa valutare. Se l'organo di vigilanza ritiene che tale testo rispetti i parametri da lei imposti, allora rilascerà il nulla osta alla sua pubblicazione.

Un'ultima osservazione riguardo a questa fase, in precedenza si è detto che nella stesura del prospetto informativo interviene anche lo sponsor (spesso nelle offerte più piccole tale ruolo è ricoperto dall'underwriter, il quale funge di frequente anche da global co-ordinator). Essa è una figura voluta da Borsa Italiana, la quale assiste l'offerente durante tutto il processo della IPO e la sua funzione principale è quella di garantire al mercato che quest'ultimo ottempera a tutti i requisiti che il listing richiede e che ha conoscenza di tutti gli obblighi e le modalità secondo le quali la quotazione deve avvenire.

Ad un compito tanto rilevante deve quindi corrispondere un soggetto di ampia esperienza, di grande competenza e professionalità. La sua scelta, da parte della società quotanda, deve quindi essere svolta prestandole la massima attenzione.

Proseguendo nella descrizione del processo di IPO, in parallelo alla stesura del prospetto informativo, la società quotanda deve provvedere anche alla predisposizione dei dati economici previsionali (Business Plan), da presentare alla Borsa Italiana.

Una volta redatti i documenti necessari, la società è pronta per porre la domanda di ammissione alla quotazione a Borsa Italiana.

La richiesta in questione deve necessariamente riferirsi alla totalità di strumenti finanziari facenti parte della stessa emissione, precisando anche se un'operazione analoga è stata già stata eseguita presso un altro mercato regolamentato, o se lo sarà nell'arco dell'anno seguente.

Entro due mesi dal giorno in cui è stata presentata la richiesta di quotazione da parte di una società, Borsa Italiana delibera e comunica all'emittente in questione l'ammissione o il rigetto della stessa, dandone contestuale comunicazione alla Consob e rendendo pubblica la decisione mediante proprio avviso.

Con il provvedimento di ammissione viene anche stabilito il comparto nel quale verranno negoziati gli strumenti finanziari oggetto d'offerta, nonché il loro quantitativo minimo, ove previsto.

Tuttavia il termine di due mesi, relativo all'arco temporale entro cui Borsa Italiana deve dare risposta, può venire interrotto dalla stessa, per una sola volta, qualora l'emittente non fornisca, nei tempi fissati, tutte le informazioni e i dati richiesti dal gestore dei mercati di Borsa. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della documentazione mancante, decorre nuovamente il termine di due mesi per l'ammissione o il rifiuto della domanda.

Inoltre entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione di ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana, Consob può vietare l'esecuzione di tale decisione, sulla base degli elementi informativi in suo possesso, utilizzando il potere di veto di cui gode.

Infine il provvedimento di accettazione della domanda di quotazione ha validità di sei mesi ed è in ogni caso subordinato al deposito del prospetto di quotazione presso Consob.

L'ammissione poi si perfeziona nel momento in cui Borsa Italiana, accertata la messa a disposizione del pubblico del prospetto informativo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e il segmento di mercato nel quale esse avverranno.

In ogni caso però, quest'ultima deve essere tempestivamente informata di qualsiasi nuovo avvenimento, potenzialmente in grado di influenzare in modo significativo la valutazione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, che si verifichi nel periodo intercorrente tra la

data del provvedimento di ammissione e la data di inizio delle negoziazioni. Valutati tali fatti, qualora lo richieda la tutela degli investitori, essa potrà revocare la propria decisione precedente di concedere l'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari di un dato emittente.

(Generalmente il rigetto della domanda di quotazione da parte di Borsa Italiana, avviene se il titoli oggetto della richiesta non sono ritenuti in grado di generare un mercato regolare di scambi, in grado di conferirgli la necessaria liquidità, o se la società che ha mosso la domanda non adempie a tutti i requisiti formali previsti dal mercato in cui intende sbarcare, o ancora, se è sottoposta a delle procedure giudiziarie e/o se la sua struttura finanziaria presenta dei gravi squilibri).

Avuta l'autorizzazione a procedere alla quotazione da parte di Borsa Italiana e ricevuto il nulla osta da parte di Consob, relativamente alla pubblicazione e alla diffusione del proprio prospetto informativo, che rappresenta l'unico documento ufficiale rilasciato dall'emittente, volto ad informare tutti i potenziali investitori dell'esistenza dell'IPO in questione, spingendoli ad intervenire in essa, l'azienda in questione può dirsi pronta allo sbarco vero e proprio, in un dato mercato borsistico.

#### **1.2.4. Il processo di presentazione al pubblico dell'offerta.**

Con il presente step si giunge finalmente nel pieno dell'attività di offerta.

La prima cosa da fare relativamente a ciò è creare un consorzio di collocamento.

Esso non è altro che un insieme di operatori finanziari dotati di sportelli sul territorio, in grado quindi di comunicare con i potenziali investitori (spesso sono delle banche), il cui compito è quello di fungere da canali di distribuzione dei titoli oggetto del collocamento.

Essi inoltre hanno anche l'obiettivo di raccogliere delle "dichiarazioni d'interesse" da parte di alcuni investitori istituzionale e/o brokers per determinare "l'appetito" presentato dal mercato verso una data operazione di quotazione.

Nel consorzio di collocamento rientrano e in genere agiscono a stretto contatto, diversi attori, che però nelle IPO più piccole spesso convergono in un singolo soggetto (in genere una banca).

Tra di essi vi sono lo *sponsor e l'advisor*, figure delle quali si è già ampiamente discusso in precedenza. Tuttavia è in questa occasione che fanno la loro comparsa anche il global coordinator e/o l'underwriter (o lead manager, a volte affiancato da dei *co-manager*).

Il primo dei due in genere è un istituto di credito o un altro intermediario al quale la società

affida l'incarico di costituire il consorzio, che dovrà raccogliere le dichiarazioni di interesse sui titoli, prendere gli ordini relativi agli stessi e allocare gli strumenti finanziari tra i sottoscrittori una volta conclusa la fase di raccolta dei primi.

L'underwriter, rappresenta invece il soggetto chiamato a dirigere il consorzio di collocamento, esso si fa quindi carico in prima persona della distribuzione dei titoli offerti presso i vari investitori (sia istituzionali che non), che ne hanno espresso la volontà di acquisto.

Il ruolo del lead manager è di fondamentale importanza affinché l'IPO possa andare bene, e a tal proposito, esistono due modalità differenti in base alle quali l'emittente può legare a se un underwriter, nel primo caso adottando dei contratti di tipo "best efforts" dove quest'ultimo non si assume alcuna particolare garanzia relativamente al successo del collocamento, al contrario nella seconda tipologia di contratti detta "firm commitment", esso s'impegna in prima persona a garantire la buona riuscita di un'offerta pubblica iniziale, intervenendo direttamente sul mercato, qualora la domanda di titoli sia piuttosto fiacca.

Oltre a questi compiti, soprattutto negli ultimi anni, gli underwriter, stanno sempre più adottando un'opzione, tipicamente statunitense, detta di "green shoe", attraverso la quale, specialmente nei casi in cui l'initial public offering sia stata di successo, sperimentando una grande domanda di titoli, si riservano la possibilità di distribuire sul mercato un'ulteriore fetta di azioni, generalmente pari al 10%-15% dell'offerta totale.

Infine i *co-manager*, figure presenti solo nel caso di IPO di grosse dimensioni, sono chiamati a supportare l'underwriter e il global co-ordinator nel collocamento dei titoli sul mercato. A volte possono essere degli istituti di credito esteri in grado di permettere anche agli investitori stranieri di entrare in possesso delle azioni oggetto di una data offerta. Quando questi compiti non sono svolti dallo stesso soggetto, è necessario che gli imprenditori scelgano in modo oculato tali attori, avvalendosi nel fare ciò, della consulenza dello sponsor o dell'advisor.

Spesso, in contesti del genere l'emittente decide di assumere degli intermediari con i quali è già in contatto ed è legato a loro da un lungo rapporto di fiducia e di collaborazione.

Procedendo lungo il percorso della quotazione, il passo successivo è quello detto di "pre-marketing", il quale è immediatamente seguito dall'attività di "road show".

La prima delle due fasi si basa sul presupposto che uno dei compiti del global co-ordinator sia quello di collocare in prima persona, la parte dei titoli riservata agli investitori

istituzionali (in maniera discrezionale), generalmente di importo maggiore di quella destinata al pubblico.

Detto questo, il fatto che la distribuzione delle azioni offerte possa avvenire “a piacimento” (almeno per quanto riguarda la quota parte relativa agli investitori istituzionali), fa assumere particolare importanza alla fase di prezzaggio delle stesse, perché in grado di determinare il successo o meno di una data IPO influenzandone la domanda.

A tale riguardo, si procede ad una iniziale attività di pre-marketing, nella quale il global coordinator e/o l'underwriter, avviano una serie di contatti (in questa fase ancora informali), con gli investitori istituzionali, trasmettendo agli stessi una presentazione dell'operazione e chiedendo ai destinatari di manifestare il loro interesse verso il titolo, comunicando i quantitativi che sarebbero disposti ad acquistare ed i prezzi ai quali sarebbero propensi a farlo.

Inoltre, durante questo step iniziale, gli investitori hanno la possibilità di manifestare le proprie percezioni negative e i propri dubbi relativi all'IPO in questione, familiarizzando maggiormente con l'emittente, mentre le banche responsabili del collocamento possono individuare i candidati ideali per i successivi incontri one-on-one.

Questa attività preliminare è molto simile a quella di book building, la quale verrà presentata nel seguito della descrizione, tuttavia esiste un elemento di fondamentale importanza che la differenzia in modo marcato da quest'ultima. Esso riguarda il fatto che, in questa occasione, il prospetto informativo non è ancora stato pubblicato e con esso nemmeno il price range iniziale.

Quindi l'analisi dei dati raccolti attraverso l'attività di pre-marketing consente di effettuare, ove ritenuto necessario, alcune modifiche alle caratteristiche dell'operazione, soprattutto per quanto riguarda l'identificazione dell'intervallo di prezzo di partenza e anche se la sua determinazione è influenzata da numerosi altri fattori, quali ad esempio, la situazione del mercato al momento della redazione del prospetto informativo, i risultati recenti della società, le sue prospettive di sviluppo, le aspettative degli azionisti esistenti, gli opposti interessi dei vari soggetti coinvolti (ad esempio l'underwriter, da un lato, e i manager, dall'altro, cercheranno di mantenere basso il prezzo di collocamento, il primo per rendere maggiormente conveniente l'adesione al consorzio di collocamento, i secondi per accrescere la convenienza dell'offerta), la presenza di altre emissioni nello stesso periodo e ultimo (ma non per importanza), il metodo di valutazione dell'emittente in questione, ossia se si è fatto riferimento alle stime di reddito future che l'impresa potrebbe essere in grado di generare, (net cash flow), attualizzate per il suo costo di capitale teorico, oppure



se si è utilizzato il metodo dei “multipli comparabili”, dove si è valutato l'emittente in questione, facendo riferimento alla capitalizzazione di società simili per settore di attività e dimensione, già quotate.

In definitiva, grazie ai risultati ottenuti a seguito della fase di pre-marketing, è possibile, ove necessario, aggiustare la forchetta di prezzo iniziale, ormai solo indicativa e non più vincolante, del valore dei titoli offerti.

Terminata quest'attività, poco prima dell'emissione dei titoli e subito dopo il rilascio del nulla osta da parte di Consob alla pubblicazione del prospetto inizia la fase di “road show”. Con questo termine viene indicata la serie di incontri (formali), durante i quali vengono presentate le caratteristiche dell'operazione e della società emittente agli investitori istituzionali, agli analisti finanziari e alla stampa di settore.

Questi meeting sia pubblici che privati, possono essere previsti sia in Italia che all'estero (nelle maggiori piazze finanziarie mondiali), e prevedono anche il coinvolgimento del management dell'impresa quotanda.

Il roadshow ha l'obiettivo di suscitare interesse verso l'operazione in questione da parte degli investitori, soprattutto istituzionali, ma anche dell'intero mondo finanziario.

Esso rappresenta anche un primo momento importante di contatto con il mercato per iniziare a comprenderne linguaggio. Tale fase poi, richiede un gran dispendio di energie in termini soprattutto di tempo e di sforzi comunicativi che il management e gli imprenditori sono chiamati a dedicare a quest'attività, che però se ben organizzata, dà l'opportunità di mostrare ai possibili investitori le potenzialità dell'emittente e dei suoi titoli, cercando di influenzare in ultima battuta, positivamente, il prezzo di offerta, a beneficio della raccolta di capitale.

### **1.2.5. La tecnica del “book building” e la fissazione del prezzo d'offerta.**

A seguito del road show, il global co-ordinator e/o l'underwriter raccolgono gli ordini e le manifestazioni di interesse all'acquisto da parte dei diversi investitori, nei confronti dei titoli offerti e il prezzo in base al quale queste vengono esterne.

Questa operazione prende il nome di “book building”.

Come già accennato in precedenza, essa è molto simile a quella del pre-marketing, ma con la differenza sostanziale che durante la fase di book building il prospetto informativo è già stato pubblicato, e con esso anche il price range iniziale.

Quindi sulla base delle informazioni raccolte durante quest'ultimo step, è possibile

giungere ad una determinazione ancora più precisa del prezzo di collocamento dei titoli, culminando con la decisione relativa all'offer price definitivo, attraverso il quale le azioni vengono assegnate a coloro che ne hanno espresso la volontà di acquisto, per mezzo di ordini concreti.

Come si è visto in precedenza, negli ultimi anni si è assistito alla “moda” di pubblicare l'offer price ad offerta conclusa, lasciando gli investitori, che avevano espresso la domanda di acquisto dei titoli offerti, nel dubbio su quale sarebbe potuto essere il loro prezzo definitivo.

Tuttavia è norma, in genere un paio di giorni prima dell'inizio dell'offerta, annunciare al mercato, attraverso i media accreditati, la scelta del prezzo massimo oltre il quale quello definitivo non può assolutamente andare.

Anche in questo caso, tale decisione viene presa a seguito dell'attività di book building, pertanto quest'ultima fase ha lo scopo principale, attraverso la registrazione degli ordini potenziali (non vincolanti), espressi da parte di alcuni investitori istituzionali, ritenuti di strategica importanza sia dall'underwriter che dall'emittente stesso, di portare gli stessi alla fissazione di un prezzo d'offerta che sia quanto più vicino alle aspettative espresse dagli attori di mercato, evitando quindi di correre il rischio che esso possa essere troppo elevato, tale da far fuggire i potenziali investitori dall'offerta, registrando quindi delle performance negative a seguito della quotazione, ma anche eccessivamente basso, con l'eventualità di distribuire le proprie azioni applicandoci involontariamente uno sconto, rispetto al valore che il mercato tende ad attribuirgli.

Quest'operazione di determinazione dell'offer price definitivo sulla base dei risultati dell'attività di book building, viene comunemente definita come *price revision*, in quanto può essere vista appunto, come una sorta di revisione di prezzo rispetto a quello di partenza indicato dal price range iniziale.

In termini pratici essa viene calcolata come differenza percentuale tra l'offer price definitivo e il punto medio della forchetta di prezzo individuata in principio.

Chiaramente, in base al feedback ottenuto grazie all'attività di book building, essa potrà assumere sia un segno positivo che negativo, in base al fatto che gli operatori del mercato, o meglio quelli ritenuti strategici, abbiano espresso rispettivamente un “sentiment” positivo o meno riguardo all'IPO in questione.

Attraverso questo feedback, i responsabili del collocamento poi, sono in grado di rivedere oltre al prezzo, anche la dimensione dell'offerta, non tanto di quella globale, ma piuttosto di come questa possa essere suddivisa tra la quota parte dedicata agli investitori istituzionali

e quella prevista per il pubblico retail.

Infatti l'ordinamento italiano, per mezzo della clausola di “*clowback*” permette all'emittente e ai responsabili del collocamento di modificare la struttura di un'offerta di titoli in sede di allocazione, sulla base della domanda effettivamente pervenuta nelle singole tranches (retail o istituzionali).

Grazie a questa clausola è possibile, ad esempio, aumentare il quantitativo destinato all'offerta pubblica, rispetto a quello minimo previsto, in caso di forte domanda dei soggetti retail, o al contrario, aumentare la quota istituzionale in caso di domanda da parte del pubblico inferiore al quantitativo atteso.

Quindi riassumendo, è necessario attribuire alla procedura di determinazione del prezzo di collocamento particolare attenzione, in quanto la sua corretta individuazione costituisce uno dei presupposti per il buon esito dell'operazione.

### **1.2.6. Le fasi dell'offerta vera e propria.**

Giunti a questo punto, s'inizia ad entrare nelle battute finali delle IPO, in quanto, immediatamente dopo la conclusione dell'attività di book building, si procede all'assegnazione dei titoli ai membri del consorzio di collocamento, secondo i criteri di ripartizione predeterminati all'atto della costituzione dello stesso. Questa operazione viene eseguita però dopo che la dimensione dell'offerta viene fissata in modo definitivo, non tanto per quanto riguarda la grandezza di quella globale, ma più che altro nelle modalità in cui questa viene suddivisa tra pubblico retail e investitori istituzionali.

Successivamente si apre la fase di offerta vera e propria, la quale è generalmente, compresa tra un minimo di due e un massimo di quattro giorni, (oggi giorno i suoi tempi sono molto più ristretti rispetto a quanto avveniva in passato, dove poteva durare anche delle settimane). Alla chiusura della stessa si effettua il pagamento, ovviamente dopo che l'emittente abbia definito l'offer price conclusivo, e sia avvenuta la consegna dei titoli, tramite il deposito presso Monte Titoli.

Nei cinque giorni successivi alla conclusione del periodo di adesione, il responsabile del collocamento pubblica i risultati della stessa, con le modalità previste dal prospetto informativo. Una copia dei risultati è poi trasmessa a Consob e a Borsa Italiana. Essi vengono poi comunicati anche al pubblico.

L'ultimo passo che resta da compiere prima che il processo di quotazione vero e proprio

giunga al termine, è proprio quello dello sbarco su di un dato listino borsistico.

L'inizio delle negoziazioni ufficiali segna quindi il termine della procedura di initial public offering, rappresentando l'atto conclusivo della pratica di ammissione a quotazione dei titoli di una data impresa.

Il loro andamento, durante il primo giorno di scambi, è di fondamentale importanza per poter determinare il successo o l'insuccesso di una data operazione di questo genere. Infatti, soprattutto per quanto riguarda le IPO di grandi dimensioni, in grado di richiamare a se una grande attenzione mediatica, spesso il primo giorno di quotazione costituisce un evento atteso da un gran numero di operatori del mercato, che con curiosità aspettano di sapere quale sia il primo prezzo ufficiale di Borsa del suddetto titolo, in quanto, la differenza tra esso e l'offer price rappresenta un importante fattore attraverso il quale in genere si giudica la buona riuscita o meno di un'IPO.

Questo parametro prende il nome di "*underpricing*" e sarà argomento di discussione non solo dei paragrafi seguenti, ma fungerà un po' da filo conduttore di tutta la presente relazione.

Quello a cui si assiste in media, ma non è sempre detto che ciò accada, è che il primo prezzo ufficiale di Borsa sia più grande dell'offer price, in tal caso l'underpricing assumerà valore positivo.

Questo fatto lascia intuire che la domanda di ordini in acquisto, durante il primo giorno di negoziazione del titolo, sia stata molto elevata, facendone schizzare verso l'alto il costo, andando a superare (a volte anche di parecchio), quello previsto dall'emittente in fase di offerta.

Saltuariamente però, la domanda sul mercato delle azioni in questione, è deludente, facendone scendere il valore, oppure può venirsi a creare una situazione dove a fronte di un'iniziale euforia intorno a tale "matricola", espressa dagli investitori nel corso dei primi giorni di quotazione, sotto forma di grandi quantitativi di ordini d'acquisto, si assiste col passare del tempo ad un loro drastico calo, come se la voglia d'investire in essa si raffreddasse.

Un comportamento del genere da parte dei diversi investitori, potrebbe determinare delle fortissime variazioni di prezzo relativamente agli strumenti a cui si sta facendo riferimento, in un arco temporale molto ristretto, rendendolo eccessivamente volatile.

Per evitare che questo possa accadere in maniera troppo marcata, spesso, nei 30 giorni successivi a quello di inizio delle negoziazioni ufficiali, i membri del consorzio di collocamento in generale, ma in primis l'underwriter, qualora si sia impegnato in un

contratto del tipo “firm commitment”, possono intervenire direttamente sul mercato attraverso delle operazioni di “*price support*”.

Questo arco di tempo viene appunto definito *periodo di stabilizzazione*.

In base al fatto che vi sia un'eccessiva spinta all'acquisto o alla vendita, gli underwriter possono intervenire in due modi, nel primo caso, qualora fosse prevista dalla struttura dell'offerta possono esercitare l'opzione di green shoe, (offerta supplementare di titoli nei modi e nei termini previsti all'interno del prospetto informativo), oppure nel secondo caso, inserendo in prima persona nel sistema, degli ordini di acquisto, al fine di sostenere l'andamento dei titoli neo-quotati, in caso di una domanda troppo bassa da parte del mercato.

Attraverso quest'azione diretta, svolta a posteriori rispetto all'IPO, l'underwriter o chi per esso, agisce da specialist (figura richiesta da Borsa Italiana), il cui compito principale è quello di assicurare liquidità alle azioni delle matricole, sostenendone anche il prezzo, attraverso la continua immissione nel sistema (se necessario), di un dato quantitativo di ordini sia d'acquisto che di vendita.

Lo specialist funge quindi da “*market maker*”.

### **1.2.7. Le tempistiche relative ad un'operazione di quotazione.**

Con la fase di stabilizzazione dei prezzi, in genere si tende a chiudere il processo di quotazione di una data impresa.

Un ultimo commento che può essere fatto a tal riguardo, è relativo alle tempistiche corrispondenti alle diverse parti della procedura.

Benchè sia difficile stabilire con precisione quanto tempo occorre per la quotazione di una società, perché la durata dell'operazione è influenzata da molte variabili, tra le quali si ricordano la dimensione dell'azienda, il settore in cui opera, la sua struttura societaria e organizzativa, la tecnica di quotazione utilizzata e il grado di complessità della due diligence. Si può asserire con certezza, che la fase di preparazione richiede più tempo rispetto all'attività di offerta vera e propria.

E' interessante notare come la decisione di sbarcare in Borsa venga presa dall'emittente almeno 1-2 anni prima del suo effettivo approdo in un dato mercato regolamentato e come una simile scelta possa essere influenzata da delle condizioni e da delle situazioni che vanno anche oltre i propri confini e le proprie peculiarità, e che magari durante la fase di offerta non esistono più.

Questo perchè solo la procedura di scelta degli intermediari, di due diligence e di preparazione della documentazione richiede in media dagli 8 ai 18 mesi.

Lo step relativo alla decisione di ammissione o meno a quotazione da parte di Consob e Borsa Italiana dura in genere almeno un altro paio di mesi.

Mentre invece l'offerta vera e propria e il successivo collocamento dei titoli, richiedono in media solamente 2-3 settimane.

Concludendo, in questo paragrafo si è cercato di mostrare la complessità inerente alle offerte pubbliche iniziali, sia per quanto riguarda l'eterogeneità degli attori chiamati a ricoprire i diversi ruoli, necessari affinché essa possa venire eseguita nel migliore dei modi, sia in termini di numero di passi da percorrere, di parametri da controllare, di sforzi da approfondire e di decisioni strategiche da prendere.

Tuttavia la sola laboriosità che vi sta dietro non è sufficiente a spiegare perchè un argomento simile ha avuto un tale seguito letterario e per quale motivo così tanti ricercatori hanno deciso di studiarne sempre più a fondo ogni aspetto.

Il movente di questa grande attenzione ad essa rivoltagli dal mondo accademico, in particolar modo da quello di stampo finanziario, diventerà maggiormente comprensibile quando verranno descritte le peculiarità che contraddistinguono le IPO, in termini di significatività economica di alcuni suoi aspetti (tra i quali in primis l'underpricing).

Prima però di procedere a questa fase della trattazione, per dovere di completezza è necessario sviluppare un'adeguata panoramica che comprenda e mostri tutte le sue possibili e differenti tipologie.

Il prossimo paragrafo, sarà dedicato all'espletamento di tale compito.

### **1.3. Panoramica rivolta alla descrizione delle diverse tipologie di offerte pubbliche iniziali.**

Nel corso del paragrafo precedente si è detto che le initial public offerings si possono dividere e quindi classificare in base alle modalità seguite nella fissazione del prezzo dei titoli offerti.

Tuttavia si è visto che oggi, almeno per quanto riguarda la situazione italiana, delle tre alternative di partenza, ad asta a prezzo fisso e attraverso l'attività di book building, solo quest'ultima viene utilizzata, mentre delle altre due si è un po' persa la traccia. Ma la suddivisione in base alle modalità di fissazione dell'offer price non è l'unico meccanismo attraverso cui classificare le IPO.

Un secondo metodo di ripartizione delle stesse, consiste nell'andare ad osservare quale "scelta tecnica" è stata presa da una società all'atto dell'offerta, la qual cosa può influire sulla buona riuscita dell'operazione e quindi va ponderata con attenzione.

Con il termine di "scelta tecnica" ci si riferisce proprio allo scopo primario di un'IPO, che è quello di mettere a disposizione del mercato un certo quantitativo di titoli per la contrattazione, che costituiscono il flottante. Per raggiungere questo scopo sono utilizzabili tre tecniche, o meglio due più una combinazione delle stesse che funge da terza via:

- 1) L'Offerta Pubblica di Vendita (OPV).
- 2) L'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS).
- 3) L'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS).

Brevemente, la prima consiste nell'offerta di titoli azionari già esistenti e non di nuova emissione.

Essa viene chiamata di vendita perchè in tal caso si effettua esclusivamente un passaggio di proprietà di alcuni strumenti finanziari posseduti da dei soggetti ben precisi.

Nel secondo caso invece i titoli offerti sono di nuova emissione e quindi è l'azienda stessa che intende quotarsi, a rilasciarli e collocarli presso il mercato, essi non sono quindi in

possesso di alcun azionista in particolare.

Il terzo caso invece rappresenta una via di mezzo tra i due precedenti, dove una fetta delle azioni offerte saranno di nuova emissione e la restante frazione invece saranno già esistenti e poste in vendita da parte dei loro precedenti proprietari.

### **1.3.1. Il confronto tra le tre tipologie di IPO.**

La scelta della tipologia di initial public offerings che è meglio adottare non è banale e spesso influenza attivamente la percezione e quindi anche la valutazione che gli operatori del mercato hanno e fanno circa l'operazione in questione.

Ad esempio molto verosimilmente, molte aziende intendono optare per un'OPS nel caso in cui sono di piccola dimensione, spesso operanti in settori ad alto contenuto tecnologico, magari di giovane formazione, il cui obiettivo è quello d'intraprendere il percorso di quotazione per poter raccogliere degli ingenti finanziamenti sul mercato, in modo da poter sostenere il proprio business e nel caso in cui fosse in grado di farlo e volesse fare ciò, espandere la propria attività.

L'offerta pubblica di sottoscrizione infatti non è altro che un aumento di capitale rivolto sia agli investitori istituzionali che al pubblico indiscriminato dei risparmiatori. In tali casi i titoli emessi sono di proprietà dell'azienda stessa che li ha appena rilasciati e quindi i capitali raccolti attraverso la loro vendita vanno direttamente ad incidere sulle casse della stessa, la quale sperimenta quindi una raccolta positiva di denaro.

Al contrario, un'offerta pubblica di vendita sottintende il fatto che i titoli collocati sono già esistenti e che quindi sono posseduti da dei soggetti esterni all'azienda che intende quotarsi, siano essi degli investitori istituzionali, piuttosto che dei risparmiatori retail.

In questo caso attraverso la loro vendita, l'impresa quotanda non intercetta nessun nuovo finanziamento sul mercato, in quanto tale attività costituisce un flusso finanziario positivo solo per coloro che li possedevano in precedenza.

In una situazione del genere la società che intende sbarcare in Borsa vede semplicemente modificarsi il proprio azionariato, con la creazione di un flottante e quindi di una proprietà (o almeno una parte di essa), spesso e volentieri più diffusa rispetto alla precedente.

Un'impresa può voler optare per un'offerta pubblica di vendita in loco di una di sottoscrizione, soprattutto (ma non sempre), nel caso in cui essa presenta grandi dimensioni, il suo business è stabile, ben avviato e sviluppato. Quando è in grado di generare parecchi utili, sufficienti a finanziare e sostenere i propri progetti futuri (espansivi



o meno), garantendogli l'autosostentamento, o che comunque si trovi in delle situazioni nelle quali, anche quando questi non fossero abbastanza, essa sarebbe in grado di ricorrere al prestito bancario.

In genere una società del genere ha un'età piuttosto elevata, un brand decisamente forte e un peso specifico notevole.

In questo caso quindi il suo obiettivo non è generalmente quello di recuperare ingenti quantità di capitali dal mercato, ma di operare un riassetto, più o meno marcato, all'interno della propria struttura proprietaria.

Spesso, questa spinta al cambiamento è mossa dagli stessi azionisti di controllo, soprattutto nel caso in cui essi sono dei fondi di private equity o dei venture capitalist, i quali svolto il compito di sviluppare il business della suddetta società, intendono uscire totalmente, o anche solo parzialmente, dal dato investimento perchè magari presentano la necessità e/o la voglia di dedicarsi ad altri progetti.

Allo stesso modo i manager dell'impresa in questione, potrebbero voler operare un'OPV per ottenere un azionariato più diffuso e quindi assistere ad un allontanamento della proprietà dal controllo.

Tra le due alternative piuttosto estreme esiste poi una via di mezzo, rappresentata dalle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, pratica sviluppatasi sempre più negli ultimi anni, dove delle aziende di età e dimensioni medie, probabilmente il cui business è profittevole ma non a sufficienza per sostenere i loro piani di crescita, potrebbero voler al tempo stesso operare un cambiamento all'interno del proprio azionariato e raccogliere dei nuovi capitali da parte degli investitori attivi sui mercati di Borsa, per finanziare eventuali progetti di sviluppo molto costosi.

Descritte le motivazioni che spingono le aziende a quotarsi, la procedura e le diverse modalità attraverso le quali queste operazioni avvengono, non resta che addentrarsi più nello specifico dello studio delle peculiarità che le contraddistinguono, (tema del prossimo paragrafo), il quale del resto sarà un po' il filo conduttore di tutta questa relazione e il "*trigger point*" che ha innescato l'indagine che verrà presentata nel proseguo della trattazione.

## **1.4. Le caratteristiche contraddistintive delle offerte pubbliche iniziali.**

Come si è già detto in precedenza, da molti decenni le IPO costituiscono uno dei temi finanziari maggiormente studiati e discussi dai ricercatori del settore.

La grande mole di esperti che questo tema richiama non è però attribuibile alla sua sola complessità, in termini di numero di fasi che le compongono, eterogeneità degli attori che vi intervengono di volta in volta e differenti tipologie possibili.

Esistono infatti delle peculiarità proprie del processo di offerta pubblica iniziale, che rappresentano le aree di maggior interesse, che da parecchio tempo vengono indagate a fondo, in cerca di possibili spiegazioni teoriche e razionali che ne possano giustificare in modo logico la loro esistenza.

Le tre principali sono nella fattispecie:

- 1) L'underpricing, ovvero il rendimento positivo che le IPO fanno registrare in media durante il primo giorno di quotazione rispetto al prezzo d'offerta.
- 2) La long run underperformance, ossia una performance negativa delle IPO nel lungo periodo, rispetto alla media del mercato.
- 3) L'hot issue markets, cioè i cicli che si riscontrano nel mercato relativamente al numero d'impresе che scelgono di quotarsi e all'entità dell'underpricing.

La determinante, che fa di questi tre fenomeni legati alle offerte pubbliche iniziali, delle vere e proprie materie di studio, consiste nel fatto che, essi rappresentano delle situazioni in cui la razionalità e l'efficienza dei mercati viene posta in bilico e sembra non venire assicurata.

Ognuna di queste caratteristiche legate alle IPO meriterebbe una relazione a se per poter essere trattata adeguatamente, nel testo qui presente perciò s'intenderà indagare più a fondo il solo fenomeno dell'underpricing, mentre i restanti due verranno liquidati molto brevemente dicendo che, per quanto riguarda la "long run underperformance",

generalmente a 2-3 anni dalla quotazione spesso un dato titolo tende mediamente a performare peggio rispetto a quanto fatto registrare dal mercato.

“L'hot issue markets” consiste invece nell'osservazione empirica del periodo in cui le aziende preferiscono sbarcare in Borsa. In genere si assiste quindi a delle situazioni dove vi sono un gran numero di IPO, poste a breve distanza temporale le une dalle altre e invece dei lunghi periodi in cui non si assiste a quasi nessuna offerta pubblica iniziale. Quindi sembra che le varie imprese decidano di sbarcare in Borsa, seguendo dei veri e propri cicli, spesso legati all'andamento dei mercati.

#### **1.4.1. Cos'è l'underpricing.**

Chiusa questa parentesi, ora è giunto il momento di approfondire il tema dell'underpricing. Esso è definito come la differenza (spesso positiva), tra il primo prezzo ufficiale di Borsa di un titolo, al termine del primo giorno di contrattazioni e quello d'offerta dello stesso.

Questo fenomeno è molto antico, tanto che la sua esistenza era già stata provata in Germania da Schlag e Wodrich prima della Grande Guerra del 1915-1918.

Nonostante esso fosse noto da tempo, solo dal 1980 sono state formulate delle teorie circa la sua esistenza.

E i casi ipotizzati sono principalmente due:

- 1- O le imprese volutamente quando eseguono una IPO fissano dei prezzi di allocamento inferiori rispetto al valore di mercato, che i titoli offerti dovrebbero avere, per delle particolari ragioni spesso non note dagli investitori.
- 2- O il mercato non è in grado di prezzare correttamente gli strumenti finanziari offerti, durante il primo giorno di quotazione, ingigantendone a dismisura il valore.

Per non compromettere l'ipotesi di razionalità dei mercati e dei loro operatori, è stata universalmente accettata dall'ambiente accademico-finanziario la prima delle due alternative, ossia quella dello sconto volontario.

Tuttavia come documentato da Aggrawal e Rivoli (1990) è anche vero però, che esistono delle “mode”, dei trend, spesso di natura irrazionale che portano ad un'intensificazione del fenomeno, richiamando in causa le particolarità delle “hot issue markets”.

Questa evidenza ha spinto numerosi ricercatori a cercare delle possibili spiegazioni, atte a rappresentare l'underpricing come una soluzione di equilibrio all'interno di sistemi borsistici

pienamente razionali.

In ogni caso però, nonostante l'esistenza di alcuni particolari cicli nelle quotazioni, l'esistenza del fenomeno qui descritto è stata appurata da moltissimi esperti, in tutti i mercati mondiali e in qualsiasi periodo, facendogli assumere una componente di universalità.

Ma qual è il suo significato, economicamente cosa rappresenta?

La popolarità dell'underpricing o della quantità di "money left on the table" (underpricing moltiplicato per il numero di azioni collocate), è dovuta non tanto al suo significato matematico, quanto alla valenza economica che esso racchiude al proprio interno.

A tal proposito, il fatto che, mediamente (ma non sempre), quando le aziende si quotano, sperimentano un rialzo (più o meno grande), del prezzo dei propri titoli, rispetto a quello col quale erano stati offerti, (deciso dall'emittente stesso al termine dell'IPO), durante il primo giorno di scambi, rappresenta per l'azienda in questione una perdita secca, o meglio un costo opportunità, soprattutto nel caso di OPS, la quale poteva offrire i propri titoli ad un prezzo più elevato e quindi raccogliere maggiori capitali sul mercato e per l'underwriter un danno d'immagine in quanto si dimostra non abile a quantificare il reale valore degli strumenti dell'impresa quotanda.

Sulla base di queste importanti conseguenze economiche, è facilmente comprensibile come mai una così importante fetta di ricercatori del settore, si è mossa per andare alla ricerca di possibili spiegazioni logico-razionali relativamente alla sua esistenza.

#### **1.4.2. Le teorie relative all'underpricing.**

Tra le più diffuse, famose e universalmente accettate, come verosimili e plausibili si ricordano ad esempio, la Winner's Curse di Rock (1986). Esso ipotizza nello specifico, che sui mercati ci siano degli investitori "ben informati" e "poco informati". Allo stesso modo sostiene poi che esistano delle IPO dove il prezzo dell'offerta è basso o comunque tende a sottovalutare il reale valore dei titoli collocati (offerte underpriced), e delle IPO dove al contrario l'offer price tende a sopravvalutarlo (offerte overpriced).

Sulla base di queste premesse è chiaramente capibile come gli investitori poco informati non siano in grado di individuare e distinguere i due gruppi di IPO, facendone di tutta l'erba un fascio, mentre quelli più informati sì.

In questo modo si verrà a creare una situazione dove i meglio informati investiranno solo nelle IPO underpriced, razionando tali offerte, mentre lasceranno quelle overpriced ai soli

operatori non tali.

Rock arriva quindi alla conclusione che, per ovviare a questo possibile problema e fare in modo che la data esternalità negativa non affligga i soggetti meno informati, spingendoli a non partecipare ad alcuna offerta pubblica iniziale, tutte le IPO debbano essere in una certa misura underpriced, oppure che debba essere previsto un trattamento di favore nei confronti dei piccoli investitori (in genere poco informati), garantendogli la precedenza nell'allocazione dei titoli, qualora l'offerta alla quale abbiano aderito sia effettivamente di quest'ultimo tipo.

Tuttavia questa seconda strada è poco percorribile utilizzando la tecnica del book building, o almeno la sua versione “ibrida” adottata in Italia, in quanto essa prevede che vi sia un'allocazione discrezionale degli strumenti oggetto dell'IPO, solo nei confronti degli investitori istituzionali, mentre quella relativa alla fetta ai soggetti retail avvenga per estrazione casuale in caso di “oversubscription” (situazioni nelle quali la domanda è maggiore dell'offerta e per tanto va razionata).

Secondo questa teoria, quindi maggiore sarà il grado d'incertezza ex-ante che ruota attorno al valore reale dell'emittente e dei suoi titoli e più profonde saranno anche le asimmetrie informative esistenti tra i due gruppi di investitori, più grande sarà l'underpricing applicato su di essi, il quale come giustamente sottolineato da Grinblatt e Hwang (1989), fungerà da elemento segnaletico della bontà di una data IPO verso il mercato.

La stessa idea viene ripresa anche da Welch (1989), il quale vede l'underpricing come un segnale di buona qualità da parte dell'azienda quotanda, soprattutto se intende anche in futuro tornare sul mercato per eseguire delle nuove emissioni di titoli.

Essa prende il nome di Signaling Hypotesis.

Un secondo modello, molto diffuso, è quello dell'Information Gathering sviluppato da Benveniste e Spindt nel 1989.

Esso fa riferimento all'asimmetria informativa esistente non tanto tra gli investitori ma tra questi e l'underwriter. Soprattutto laddove quest'ultimo e la stessa società emittente non sono in grado di determinare in maniera univoca il reale valore dell'impresa quotanda, o meglio vogliono sapere quale sia quello attribuitegli dai diversi investitori istituzionali, chiedendo loro durante la fase di road show quanti titoli intendono acquistare e a che prezzo sarebbero disposti a farlo (si veda il paragrafo 1.2).

Attraverso quest'attività l'emittente è in grado di fissare il prezzo d'offerta a lei più

congeniale in base ai suoi obiettivi, operando però allo stesso tempo una price revision che rispecchi (almeno in parte), le informazioni raccolte durante il road show.

In questo caso l'underpricing assume una duplice valenza, da un lato costituisce una sorta di ricompensa nei confronti di quegli "investitori informati", spesso istituzionali, che hanno fornito delle importanti informazioni (soprattutto se positive), all'underwriter e all'emittente durante i diversi incontri in fase di pre-selling, (come si vedrà in seguito, quest'aspetto si ricollega anche alla partial adjustment theory e ai lavori di Lowry e Schwert), d'altro canto lo sconto sui titoli offerti rappresenta anche uno strumento a disposizione dell'intermediario, mediante il quale può indurre e incentivare gli stessi investitori informati a rilasciare quante più notizie conoscono relative all'emittente stesso.

Chiaramente, più questa raccolta informativa è difficile e faticosa, maggiore sarà la ricompensa prevista dall'azienda in questione, ovvero maggiore sarà lo sconto sui titoli che intende offrire.

Restando sempre in tema di asimmetrie informative, dovute principalmente all'incertezza ex-ante, che spesso circonda l'impresa quotanda, rendendone difficile il calcolo del suo reale valore e di quello dei titoli da lei offerti, Baron nel 1979 e poi nel 1982 ha sviluppato delle nuove teorie atte a spiegare in termini razionali l'esistenza dell'underpricing, in questi casi però non facendo riferimento all'asimmetria informativa tra l'offerente e gli investitori, quanto invece a quella tra l'emittente e l'underwriter.

Baron parte dal presupposto che, in genere gli intermediari incaricati del collocamento dei titoli, conoscono in maniera migliore la loro funzione di domanda sulla base "dell'appetito" presentato da parte degli investitori, che non l'emittente stesso, essendo i primi più attivi nella fase di road show e più a stretto contatto con i diversi operatori istituzionali ritenuti di importanza strategica per la buona riuscita di una data IPO.

Il suo pensiero prosegue poi asserendo che, questi intermediari tendono a sfruttare tale asimmetria informativa per fissare un prezzo di collocamento volutamente più basso rispetto a quello ottimale, così da adottare un underpricing più elevato.

Lo stesso studioso giustifica un comportamento simile prendendo a riferimento il tema dell'incertezza e del rischio, giungendo a questa conclusione: tanto più il business dell'emittente è considerato instabile e i suoi asset sono difficilmente valutabili e valorizzabili, tanto maggiore sarà il grado di underpricing che l'underwriter intenderà adottare relativamente ai titoli oggetto della IPO, per evitare di correre il rischio che la data operazione possa dare in output dei risultati negativi, a fronte di una sopravvalutazione dei

titoli collocati, (domanda fiacca da parte degli investitori, sia istituzionali che non), generando un grave danno d'immagine per lo stesso intermediario. (Questo aspetto è particolarmente vero soprattutto laddove l'underwriter s'impegna in un contratto "firm commitment", ovvero a garantire in prima persona il successo dell'operazione, intervenendo direttamente sul mercato, qualora le cose dovessero andare male, piuttosto che quando si lega con un contratto del tipo "best efforts").

### **1.4.3. Approfondimento circa la figura e il ruolo dell'underwriter.**

Nel corso degli anni la questione del prestigio dell'underwriter è stata ripresa più volte da altri esperti tra i quali Michaely e Shaw (1994), Beatty e Welch (1997) e Cooney (1999). Essi hanno osservato empiricamente che, in pieno accordo con la teoria di Baron, benchè il ricorso da parte di un'emittente ad un intermediario di prestigio, in linea teorica avrebbe dovuto offrire maggiori garanzie ai propri investitori segnalando la grande qualità dell'operazione in questione, sottintendendo l'applicazione di uno sconto minore sui titoli oggetto dell'offerta, in realtà al contrario, essi hanno osservato che, sempre più frequentemente gli underwriter di prestigio tendevano a sfruttare il loro maggiore potere contrattuale per poter applicare un livello maggiore di underpricing sui titoli relativi all'IPO, della quale ne stavano gestendo il collocamento, in modo che la data operazione diventasse più appetibile agli occhi degli investitori.

In questo modo l'adesione alla stessa sarebbe stata molto probabilmente sostenuta ed essi avrebbero potuto godere di una serie di risultati personali eccellenti, correlati al successo dell'offerta stessa, migliorando la propria immagine e mantenendo il proprio status di "top-underwriter" agli occhi degli investitori.

A tal proposito Ibbotson (1975), sostiene che a volte tali intermediari possono voler utilizzare degli alti underpricing per lasciare "a good taste in investor's mouth" in vista anche di nuove operazioni da loro gestite, ricompensando gli investitori ritenuti strategici attraverso dei trattamenti di favore. I quali un domani potrebbero necessitare in prima persona dell'azione di una figura di questo genere.

In breve, è stato quindi dimostrato empiricamente che, quanto più un underwriter è di prestigio, tanto più la sua avversione al rischio di poter incappare in un'IPO deludente in termini di risultati, in grado d'intaccare la propria immagine di successo, aumenta, ed in misura maggiore, per evitare che ciò possa capitare, intenderà applicare dei grossi sconti sul prezzo dei titoli offerti in modo da sollecitare all'investimento un maggior numero di

operatori del mercato. Infatti secondo Baron e Holmstrom (1980), è meno faticoso per l'underwriter attirare la domanda degli investitori a fronte di un underpricing più elevato.

#### **1.4.4. Altri filoni teorici riguardanti l'underpricing.**

Esiste poi la teoria dei costi di agenzia. In questo caso lo sconto sui titoli offerti è visto come un costo di transazione generato dal conflitto d'interessi fra impresa, underwriter e gli investitori. Anche i venture capitalist e/o i fondi di private equity, qualora presente tra l'azionariato dell'emittente, potrebbero essere guidati da dei secondi fini che non siano esclusivamente la minimizzazione dell'underpricing.

Ritter (1984), invece, pur riprendendo lo stesso filone di pensiero, intende interpretare il fenomeno in questione come una sorta di ricompensa richiesta dagli investitori all'emittente a fronte del fatto che, con una proprietà più dispersa, l'azionista controllante e/o di maggioranza è portato ad estrarre più benefici privati, in grado di minare il valore dell'azienda quotanda.

Restando in tema di conflitti d'interesse e di variazione degli assetti proprietari, Brennan e Franks (1997) hanno sviluppato la Reduced Monitoring Hypotesis, secondo la quale le aziende intendono offrire i propri titoli a fronte di sconti consistenti per far sì, che la loro distribuzione possa avvenire in maniera capillare tra i diversi investitori in modo da scoraggiare la formazione di nuclei di azionisti stabili (blockholders), separando in questo modo, in maniera decisa, la proprietà dal controllo del capitale.

Restando su questa tematica, Loughran e Ritter (2001), osservano paradossalmente che anche gli insider (ossia gli azionisti esistenti), controllanti un'impresa quotanda, spesso esultano di fronte ad enormi underpricing, nonostante le moli di "money left on the table" e i costi opportunità sostenuti evitabili semplicemente adottando dei prezzi di offerta più elevati.

I due esperti giungono alla conclusione che, un comportamento simile è tutto sommato comprensibile da parte degli insider in quanto, nel caso di grandi underpricing, gli azionisti di controllo, che già possedevano le azioni prima dell'IPO e continuano a farlo anche dopo, vedono aumentare più che proporzionalmente la loro ricchezza rispetto a quanto "lasciato sul tavolo".

Quindi analizzando il tutto da questo punto di vista, è ben comprensibile come gli azionisti esistenti siano ben lieti di ricompensare le informazioni positive diffuse dagli investitori istituzionali durante la fase di book building, con degli alti underpricing, nonostante la mole



di money left on the table che questo comporta.

Un altro filone analitico è quello sviluppato da Welch (1992) e che riguarda le “cascades informative”.

Egli analizza approfonditamente le modalità di formazione e diffusione delle informazioni e delle aspettative sui mercati. Il suo studio giunge alla conclusione che, siccome gli investitori non vengono contattati tutti allo stesso momento, esiste la possibilità concreta che quelli che vengono interpellati per secondi o che non lo sono del tutto, possano agire, non basandosi sulle proprie conoscenze e/o valutazioni, ma piuttosto imitando il comportamento dei primi.

Quindi esiste il rischio che se l'opinione espressa da coloro che sono stati chiamati in una prima fase del road show, ad esprimere il proprio parere riguardo ad una data IPO, sia tutt'altro che positiva, possa condizionare il pensiero e le valutazioni di tutti gli altri investitori, generando un effetto a “cascata” capace potenzialmente di portare al fallimento della suddetta operazione, nonostante magari l'opinione iniziale più diffusa tra i diversi soggetti interessati ad essa, fosse quella che l'offerta in questione fosse underpriced.

Le varie ipotesi esplicative fin qui presentate non esauriscono tuttavia l'insieme delle possibili interpretazioni che nel corso degli ultimi decenni sono state mosse nei confronti dell'underpricing.

Molti altri studiosi, su scala magari più che altro nazionale, hanno cercato di giustificarne in modo quanto più razionale l'esistenza.

Tra quelli degni di nota è possibile riportare alla luce ad esempio le osservazioni di Su e Fleisher (1999), i quali, analizzando il mercato Giapponese, hanno riscontrato degli scandali legati al fatto che spesso, per fattori legati alla corruzione, ai parenti dei politici venivano offerti dei titoli a prezzi molto scontati, (quest'indagine tende a confermare quindi l'esistenza d'importanti conflitti d'interessi, in grado d'influenzare i risultati di una IPO, ma che spesso vanno oltre il semplice obiettivo della minimizzazione i tagli di prezzo applicati sui titoli offerti).

Proseguendo, Rydqvist (1997) invece, guardando il mercato svedese, spiga l'underpricing come una ricompensa relativa al prelievo fiscale percepito sul capital gain.

Loughran (1994), ipotizza altresì che lo sconto sul prezzo di offerta può essere legato alla rigidità istituzionale, normativa e burocratica alla quale un'azienda può essere soggetta per via di una partecipazione o di un controllo statale, in questo caso il ricercatore fa

particolare riferimento al caso della Cina dove molte aziende sono poste sotto un rigido controllo del governo.

Molti studiosi poi, tra cui Tinic (1988), Hughe e Thakor (1992), Drake e Vetsuypsen (1993) e Hanley e Hoberg (2010), intendono l'underpricing come uno sconto attraverso il quale le aziende (e gli intermediari assunti dalle stesse), evitano il rischio di essere sottoposte a delle contestazioni legali da parte degli investitori, a fronte di risultati deludenti dell'offerta, giustificabili sulla base di eventuali omissioni all'interno del prospetto informativo.

Un maggiore sconto applicato sul prezzo dei titoli offerti, renderebbe in questo modo più facile effettuare una IPO di successo, riducendone la probabilità di fallimento.

Infine Mauer e Senber (1992), analizzando la segmentazione dei mercati, affermano che, a differenza di quello secondario, sul mercato primario possono esistere dei problemi di "incomplete access" e di "incomplete spanning" (apertura), che determinano un maggior rischio per gli investitori. L'underpricing rappresenta anche in questo caso, una sorta di ricompensa a fronte di queste inefficienze.

#### **1.4.5. Le determinanti classiche dell'underpricing.**

Quelle appena riportate costituiscono tuttavia delle ipotesi di estrazione tipicamente teorica.

Nel corso degli anni però si è cercato di valutare anche quali fattori potessero influenzare il fenomeno dell'underpricing e in che modo fossero in grado di farlo, con che intensità e sotto quali condizioni di partenza.

A tal proposito sono stati svolti numerosi studi di carattere statistico-matematico volti a dimostrare la validità di una (o più), delle teorie appena riportate.

Le interpretazioni dell'underpricing che hanno trovato maggior riscontro empirico sono state sicuramente quelle relative alla presenza delle asimmetrie informative di ogni genere, sia tra gli investitori, tra questi e l'emittente, tra quest'ultimo e l'underwriter...ecc.

In generale quindi non è errato affermare che la maggior parte di questi tentativi di razionalizzazione del fenomeno oggetto di studio, si basano fondamentalmente, all'incirca tutti, sul concetto d'incertezza ex-ante, che circonda il processo di quotazione e l'emittente stesso, in una fase precedente allo sbarco in Borsa.

Ovvero, per un motivo o per l'altro, nel caso in cui diventa difficile valutare in maniera chiara e precisa l'azienda offerente, il suo business, le sue caratteristiche e attribuire un valore univoco ai titoli che essa intende collocare, sarà molto probabile assistere a delle

situazioni dove, potrà essere registrato un notevole livello di underpricing sulle alle azioni oggetto di tale operazione.

Allo stesso modo non è sbagliato asserire che più tale processo analitico-valutativo sarà complesso e di difficile compimento, più probabilmente i rischi che una data IPO racchiude al proprio interno sono molteplici e con maggiore probabilità si assisterà all'adozione volontaria o meno di sconti più marcati sul prezzo degli strumenti offerti.

Quindi una prima componente molto importante, atta a valutare questo fenomeno è l'incertezza ex-ante l'operazione di quotazione, in tutte le sue forme e modalità con le quali essa può comparire.

Un altro fattore che però non va assolutamente trascurato e che potrebbe influenzare pesantemente questa peculiarità, tipica del processo di quotazione, è il "sentiment" del mercato, ossia, il fatto che vi sia ottimismo o pessimismo tra gli investitori, nei momenti in cui avviene l'IPO e precedenti ad essa, in senso lato, cioè non facendo diretto riferimento alla data attività in questione, ma valutando in generale il trend della Borsa in un dato arco temporale.

Per poter costruire degli studi sia statisticamente che economicamente significativi era però necessario individuare delle valide proxy atte a descrivere queste componenti, quindi era necessario trovare delle variabili in grado di identificare e rappresentare l'incertezza ex ante sia relativa all'emittente che all'operazione stessa e il "sentiment" del mercato.

Anche in questo caso numerosi ricercatori hanno tentato nel corso degli anni di ottenere delle proxy che fossero tanto più significative e verosimili possibili.

Le risposte date però non sono state affatto univoche e anzi si differenziavano più che altro in base al Paese preso a riferimento per svolgere tali indagini.

Infatti se il fenomeno dell'underpricing può essere considerato di carattere mondiale, la sua intensità e le ragioni che ne stanno alla base e ne spiegano l'esistenza possono variare da luogo a luogo, in relazione alle caratteristiche presentate ad esempio dal modello di quotazione adottato dagli emittenti stessi, inoltre possono essere diverse anche le regole contabili, l'ordinamento giuridico...ecc.

Quindi non è improbabile attendersi che magari delle variabili utili a spigare l'andamento dell'underpricing in un dato mercato non lo siano in altri contesti.

#### **1.4.6. Il tentativo di tradurre l'incertezza entro delle variabili osservabili.**

Tra le risposte più convincenti relative a questo tentativo, vi sono state quelle di Ritter, il

quale ha adottato come proxy dell'incertezza l'ampiezza del price range dell'offerta, dimostrando che esiste una correlazione positiva tra la prima e rischio finanziario, misurato come la varianza dei prezzi dei titoli dopo la quotazione.

Miller e Reilly introducono invece il volume degli scambi post-IPO e il bid-ask spread. Friedlan (1994), Hanley e Hoberg (2010), hanno potuto constatare che le aziende i cui prospetti informativi contenevano un maggior numero d'informazioni, sia relativamente all'operazione di quotazione che all'emittente stesso, hanno sperimentato un minor grado di price revision e di first day return (underpricing). Friedlan aggiunge poi che lo stesso avviene al crescere dell'età dell'impresa in questione, del suo fatturato e del valore delle sue attività.

Inoltre Benveniste (2001), dimostra che più il rischio di vedere la IPO cancellata è alto, più lo sconto sui titoli è minore ed essi vengono prezzati correttamente, perchè in questo caso gli investitori rischiano che, mostrando troppo il loro scetticismo verso l'offerta (arma in genere usata per ottenere un livello di underpricing maggiore sui titoli offerti), in questo caso possa portare alla cancellazione definitiva dell'operazione.

Sempre restando in tema di proxy dell'incertezza, in genere vengono prese a riferimento anche alcune caratteristiche relative all'offerta stessa, ad esempio la qualità dell'underwriter, infatti un intermediario di alta gamma dovrebbe infondere un certo grado di sicurezza negli investitori, esprimendo in parte la bontà dell'IPO in questione e riducendone quindi la percezione d'incertezza ex-ante, tuttavia come osservato da Michaely e Shaw (1994), Beatty e Welch (1997) e Cooney (1999), la loro forte avversione al rischio che l'offerta possa dare vita a dei risultati negativi, causandogli un danno d'immagine, li spinge ad utilizzare il loro potere contrattuale per poter adottare degli sconti maggiori sui titoli da collocare, e cioè usando le parole di Ibbotson, cercando di lasciare “a good taste in investor's mouth”.

Allo stesso modo, se tali intermediari non offrono alcuna garanzia di sottoscrizione delle azioni in caso di un'adesione deludente da parte degli investitori e gli insider (azionisti esistenti), intendono cedere una parte rilevante del proprio pacchetto azionario, l'underpricing richiesto da parte degli investitori esterni sarà più elevato, in quanto scontano negativamente queste informazioni.

Quindi generalmente anche la quota messa in vendita dagli insider può fungere da proxy dell'incertezza inerente ad una IPO, più la prima sale e più la seconda aumenta, sintomo che gli investitori percepiscono come più rischiosa l'intera operazione.

Per ovviare a questo possibile problema esistono e sono previste, le clausole di *Lock-up*

(divieto alla vendita del proprio pacchetto azionario per un dato periodo di tempo post-quotazione), tuttavia anche in questo caso tanto più esse sono rigide, tanto più vuol dire che il management percepisce che gli insiders intendevano cedere i propri titoli, e tanto più il mercato sconta negativamente tale informazione e l'underpricing sarà elevato.

Quindi, seppur indirettamente, anche l'intensità di queste clausole può rappresentare una valida variabile d'analisi.

Proseguendo, anche il fatto che le società siano o meno *venture backed*, può costituire una proxy dell'incertezza.

Tuttavia l'interpretazione della suddetta grandezza è difficile, in quanto se a rigor di logica si dovrebbe pensare che il *venture capitalist* sia in grado di fornire maggiori informazioni riguardanti l'emittente, diradandone in parte i dubbi che ne affliggevano la valutazione da parte degli investitori, d'altro canto gli studi di Lowry e Schwert (2010), hanno invece dimostrato l'esistenza di un legame positivo tra il fatto che una società sia VC backed e l'underpricing registrato durante il primo giorno di negoziazione dei suoi titoli.

Un'altra possibile proxy dell'incertezza può essere la tipologia di offerta effettuata se OPS, OPV, o OPVS, infatti nel primo caso si potrebbe pensare ad una società giovane, il cui business è instabile, non molto profittevole e quindi più soggetta all'incertezza e i suoi titoli ad un maggiore grado di underpricing, mentre invece nel secondo caso probabilmente l'impresa in questione è più grande, matura, la sua attività sarà stabile e in grado di generare un fatturato elevato, e quindi in generale meno soggetta ad eventuali rischi. Probabilmente le sue azioni saranno offerte ad un prezzo meno scontato rispetto al primo caso. Tra i due estremi va considerato il caso intermedio, rappresentato dalle offerte pubbliche iniziali di vendita e sottoscrizione.

Proseguendo, si potrebbe poi chiamare in causa il mercato sul quale una società intende sbarcare.

Infatti, Lowry e Schwert hanno constatato, per quanto riguarda la situazione statunitense, che le aziende che intendevano quotarsi sul NYSE, mediamente sperimentavano degli underpricing più contenuti rispetto a quelle che volevano sbarcare sul Nasdaq, per il semplice fatto che su quest'ultimo andavano a collocarsi soprattutto quelle imprese appena nate, operanti nei settori dell'hi-tech, da sempre soggetti a maggior volatilità e incertezza, rispetto a quelli tradizionali, in cui spesso competono le società quotate sul primo dei due mercati.

Infine anche la dimensione dell'offerta (sia in termini di numero dei titoli collocati che come controvalore della stessa), potrebbe influenzare l'andamento dell'underpricing.

Prima di proseguire oltre, è però importante riportare un'altra riflessione relativa a queste proxy. La loro significatività infatti, non varia solo da paese a paese, in base alle caratteristiche presentate in ognuno di essi dalle IPO, dagli emittenti e dal "mood" del mercato, ma anche con lo scorrere del tempo, in quanto ad esempio, facendo riferimento al caso Italiano, le modalità di svolgimento di una qualsiasi offerta pubblica iniziale stanno sempre più convergendo verso quelle statunitensi (adozione della tecnica del book building, seppur ibrido), per questa ragione, (ma anche per molte altre, tra cui i cambiamenti normativi in atto), delle variabili che in passato erano significative nello spiegare l'underpricing oggi non lo potrebbero più essere e viceversa, alcune di quelle che presentavano anni addietro una scarsa valenza esplicativa oggi al contrario sono in grado di presentarne una tutt'altro che trascurabile.

#### **1.4.7. Gli strumenti a disposizione delle imprese quotande per gestire il fenomeno dell'underpricing.**

Gli studi riguardanti il fenomeno in questione, non si sono fermati solo all'analisi delle sue determinanti, ma si sono spinti oltre, cercando di capire come una data società poteva intervenire per gestirlo, che strumenti aveva a disposizione per farlo e quindi per ridurre di fatto l'incertezza ex-ante l'operazione di quotazione, legata positivamente non solo a quella ex-post come dimostrato ancora una volta dagli studi di Lowry e Schwert (2010), ma anche all'underpricing stesso.

In primo luogo, alcune delle proxy appena elencate, potevano, (e possono tutt'oggi), influenzare l'insicurezza circondante una IPO, ad esempio il fatto di poter disporre di intermediari finanziari di alta gamma, la presenza di un venture capitalist, un'elevata quota trattenuta dal gruppo di controllo, sono tutti fattori che almeno in linea di principio dovrebbero poter rendere più chiara ed univoca la valutazione e la valorizzazione di un dato emittente e dei titoli che intende collocare sul mercato, da parte di tutti i soggetti legati all'attività di quotazione.

A queste componenti, ne va aggiunta un'altra di particolare importanza ed interesse, analizzata da parecchi ricercatori, in grado di influenzare l'underpricing di una data IPO, ossia la modalità di fissazione dell'offer price.

Nel paragrafo 1.2 si è detto infatti che in passato esistevano tre meccanismi principali attraverso i quali gli emittenti arrivavano a determinare il prezzo d'offerta definitivo, ma si è

anche sottolineato, che almeno in Italia, dal 1995 (anno di quotazione di Banca Carige attraverso la procedura della fixed price offerings), viene utilizzata esclusivamente la pratica del book building.

Molti importanti studiosi del settore hanno quindi provato ad analizzare il legame che quest'ultima prassi presentava nei confronti dell'underpricing e come era in grado d'influenzarlo, andando ad abbattere i dubbi inerenti ad una data offerta pubblica iniziale. Tra le indagini più importanti si riportano alla luce quelle eseguite da Wilhelm (1990) e Ljunqvist (2000). Essi arrivano a concludere che, benchè la tecnica del book building comporta dei costi di collocamento maggiori rispetto alla fixed price offerings, permette però allo stesso tempo, di ridurre l'incertezza ex-ante relativa al collocamento e quindi in ultima battuta anche l'underpricing collegato a ciò.

Il tutto è possibile in quanto, tale meccanismo stimola gli investitori a generare delle nuove informazioni e a diffonderle sul mercato, attraverso la rivelazione delle proprie aspettative circa l'IPO in questione, appianando in questo modo le asimmetrie informative esistenti tra emittenti e investitori e tra la frangia più e meno informata di quest'ultimi.

Tuttavia operando in questa maniera sorge un trade-off tra il numero d'investitori da contattare e il costo di produzione delle informazioni: infatti, maggiore è la prima componente, più informazioni vengono prodotte, più elevata è la capacità dell'emittente di stabilire il prezzo dell'offerta ottimale, ma allo stesso tempo più è costoso produrre tale flusso conoscitivo, più investitori bisogna ricompensare e in ultima battuta, maggiore sarà il livello di underpricing richiesto dagli stessi.

Tutto questo è particolarmente vero soprattutto nel caso di IPO in cui la componente relativa all'incertezza, inerente al valore dei titoli offerti, è molto grande e diffusa.

Grazie al book building si tende quindi ad eliminare di fatto il vantaggio che gli investitori più informati (nella maggior parte dei casi istituzionali), presentano nei confronti di quelli che in genere lo sono meno (spesso retail), perchè i primi, sulla base di questa modalità di fissazione dell'offer price sono maggiormente incentivati a produrre e diffondere le informazioni possedute.

I soggetti con più conoscenza però, possono comunque continuare a contare su di un trattamento di favore, vedendosi allocate per primi le azioni più underpriced, sulla base del fatto che essi si sono impegnati nella raccolta di nuove notizie riguardanti una data IPO.

#### **1.4.8. Come il trattamento delle informazioni incide sull'underpricing: la Partial Adjustment Theory e gli studi di Lowry e Schwert.**

Partendo quindi dal presupposto che, la pratica del book building, permettendo all'emittente (o a chi per esso), di fissare il prezzo dell'offerta a ridosso della quotazione, incentiva gli investitori a produrre nuova conoscenza atta a ridurre le asimmetrie informative esistenti tra quest'ultimi e tra essi e l'azienda quotanda, determinando di fatto degli underpricing più contenuti, in pieno accordo con quanto sostenuto dalla teoria dell'information gathering, Hanley (1993), spingendosi oltre, ha sviluppato un proprio modello interpretativo noto col nome di "Partial Adjustment Theory".

In essa viene affermato che, gli intermediari sono in grado solo parzialmente di aggiustare il prezzo dell'offerta nelle IPO, attraverso la price revision, a fronte di un grande interesse da parte degli investitori. Infatti anche quando quest'ultimo è forte l'underpricing resta comunque elevato.

Questo pensiero trova supporto anche negli studi di Lowry e Schwert (2001), i quali, dopo aver analizzato la situazione sul mercato statunitense, sono in grado di asserire che, l'underwriter incorpora nella price revision solo parte delle informazioni private raccolte durante la fase di book building, (mentre invece quelle pubbliche vengono quasi completamente inserite nell'offer price), e che quindi parte di esse sono direttamente collegate con l'underpricing e ne determinano parte dell'entità, della grandezza nonché del segno. (Come proxy dell'informazione pubblica prodotta durante il road show viene considerato l'andamento del mercato in tale periodo di tempo, mentre invece per quanto riguarda quella privata viene presa a riferimento la revisione del prezzo d'offerta).

Scavando più a fondo, i due ricercatori notano anche che, l'incremento dovuto all'up revision si riflette positivamente circa con scala 1 a 1 sulla dimensione dei first day return, mentre invece una price update negativa si riversa solo per più o meno 1/10 della sua intensità nella riduzione dell'underpricing.

Allo stesso modo i due trovano anche che, tendenzialmente tutta l'informazione negativa intercettata dagli underwriter durante la fase di road show è completamente incorporata all'interno del prezzo d'offerta definitivo, mentre invece quella positiva viene solo parzialmente presa in considerazione al momento della price revision.

Lowry e Schwert spiegano questo fenomeno facendo riferimento a due tematiche già



cite.

La prima riguarda il fatto che, spesso gli underwriter essendo avversi al rischio e volendo evitare di incappare nei casi di possibile sopravvalutazione del valore dei titoli offerti dall'emittente, per la quale prestano i loro servizi, determinando in questo modo il possibile fallimento della stessa operazione di quotazione, con conseguente danno per la loro immagine, preferiscono incorporare completamente le informazioni negative nel update del offer price, mentre lo fanno solo parzialmente con quelle positive.

Quest'ultime non sono poi prese a riferimento interamente durante la fase di revisione dei prezzi anche per una seconda ragione, ovvero perchè la quota parte non tenuta in considerazione, rappresenta una sorta di ricompensa nei confronti degli investitori più informati che hanno diffuso la propria conoscenza durante la procedura del book building, infatti stabilire un offer price definitivo che non tenga conto di tutte le notizie positive sviluppate durante il road show, equivale a sottostimare di proposito il reale valore dei titoli offerti durante un'IPO. Così facendo è molto probabile che i first day return siano molto elevati.

Il tutto poi deve essere letto alla luce del fatto che gli investitori istituzionali, dimostratesi più attivi nella diffusione delle informazioni (soprattutto se positive), durante il road show ricevono un trattamento di favore da parte degli underwriter in questione, vedendosi recapitare per primi i titoli oggetto dell'offerta, i quali sono con tutta probabilità, sulla base delle congetture appena sviluppate, underpriced.

Essi infine giungono a concludere che lo stesso discorso può essere fatto per quanto riguarda la scelta del price range iniziale. Infatti, nonostante le caratteristiche firm specific siano già disponibili e note al momento dell'esecuzione di tale operazione, esse presentano comunque un legame non trascurabile con la price update.

Tuttavia per i due ricercatori quest'ultima, non rappresenta una grave inefficienza, perchè i titoli non vengono comunque venduti a priori, al prezzo corrispondente al punto medio del range individuato in principio.

Passando oltre, esistono anche delle altre evidenze empiriche (dimostate pure per quanto riguarda il mercato italiano), che tendono a confermare la teoria della Partial adjustment introdotta da Hanley (1993), e per riflesso anche quella dell'information gathering, da cui la prima discende.

Questi studi pratici, eseguiti sul campo, partono dalla constatazione che, l'operazione di fissazione del prezzo dell'offerta (ossia la price revision), ha un importante effetto segnaletico per il mercato nel caso del book building.

Infatti l'offer price viene determinato a seguito della raccolta di nuove informazioni sul mercato sviluppate dagli investitori, sia pubbliche che private.

E' stato osservato che, se il prezzo dell'offerta viene fissato pari a quello massimo previsto dal price range di partenza, vuol dire che le informazioni recuperate durante tale fase si sono dimostrate estremamente positive. Gli investitori tendono a scontare ciò sul mercato acquistando i titoli collocati durante il primo giorno di quotazione, questo crea una pressione positiva sulla loro domanda e ne fa aumentare il valore.

Tutto ciò è confermato dal fatto che, in media le azioni in questione sperimentano dei first day return molto alti.

Lo stesso accade, anche se in maniera meno accentuata, (l'underpricing diventa circa  $\frac{1}{4}$  del precedente), nel caso in cui il prezzo dell'offerta è compreso tra il punto medio e quello massimo dell'intervallo di partenza. Al contrario un underpricing pari o poco diverso da zero si sperimenta, qualora l'attività di book building abbia prodotto delle informazioni deludenti, le quali vengono tradotte in una price revision negativa, attraverso cui il prezzo dell'offerta viene posto pari o nelle vicinanze di quello minimo indicato dal range stabilito in principio.

Quando questo accade, gli investitori tendono a scontarlo sul mercato sviluppando una corsa alla vendita di tali strumenti finanziari, durante il primo giorno di quotazioni, facendone scendere il prezzo e abbattendo in questo modo l'underpricing associato ad essi.

Sulla base di queste evidenze è possibile affermare quindi che, gli intermediari in genere rivedono il prezzo d'offerta solo parzialmente. Infatti, anche se negli ultimi anni il price range iniziale non è stato più vincolante per quanto riguarda la scelta dell'offer price finale, solo due volte (almeno in Italia), quest'ultimo ha superato quello massimo individuato dall'intervallo iniziale, (nel caso delle offerte pubbliche iniziali di Conafi Prestitò 2007 e Mutui on Line 2007, non a caso si tratta di due società legate al settore mutui in una situazione in cui la bolla relativa agli stessi era all'apice della propria grandezza), mentre invece, sempre per quanto riguarda il caso italiano, in qualche occasione in più, (ma comunque raramente), esso è stato fissato al di sotto di quello minimo previsto in partenza, (questo è successo in corrispondenza delle IPO di Cad.it 2000, Chl 2000, Cto 2000, Digital Bros 2000, Engineering 2000, Vitaminic 2000, Air Dolomiti 2001, Biesse 2001, Datalogic 2001, De Longhi 2001, Esprinet 2001, Giacomelli Sport Group 2001, Graniti Fiandre 2001, It Way 2001, Negri Bossi 2001, ASM Brescia 2002, Socotherm 2002, Guala Closures 2005, Polynt 2006, Maire Tecnimont 2007, Rosss 2008, Enel Green

Power 2010).

Questi risultati empirici tendono inoltre a validare ancora una volta di più quanto concluso da Lowry e Schwert, relativamente al fatto che tutte le informazioni negative e/o pubbliche sviluppate durante il road show vengono incorporate per intero all'interno dell'offer price, mentre invece quelle positive e/o private lo sono solo in parte, questo per via del fatto che gli underwriter in genere sono dei soggetti particolarmente avversi al rischio, e perchè gli stessi intendono ricompensare così facendo, gli investitori istituzionali per la loro attività di diffusione delle aspettative positive, circa il valore dell'impresa quotanda.

#### **1.4.9. L'indagine svolta da Loughran e McDonald.**

In questo contesto di fermento analitico-letterario-finanziario va ad inserirsi uno studio statunitense, pubblicato il 5 Febbraio del 2013 sul Journal of Financial Economics, molto interessante e per certi versi decisamente innovativo.

Gli autori dell'articolo in questione, sono due docenti di economia presso l'ateneo U.S.A. Notre Dame, il primo si chiama Tim Loughran mentre il secondo Bill McDonald.

Essi si pongono l'obbiettivo classico di trovare delle evidenze empiriche atte a confermare le teorie dell'information gathering, della partial adjustment, del rischio di contenzioso legale e delle asimmetrie informative, prendendo come variabili dipendenti, oggetto di studio, i first day return, la componente positiva della price revision, quella assoluta (espressa come modulo di qualsiasi revisione del prezzo, purchè diversa da 0), e la volatilità dei ritorni post quotazione per un periodo di 60 giorni dopo l'IPO, utilizzando come campione di partenza un data-set composto da 1887 operazioni di listing, avvenute sul Nasdaq tra il 1997 (anno di uniformazione delle leggi U.S.A relative all'informativa al pubblico), e il 2010.

La particolarità dell'elaborato dal titolo "IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language", tuttavia risiede nel fatto che i due ricercatori, assistiti dal loro team, hanno deciso di studiare queste variabili dipendenti utilizzando una lente d'ingrandimento assolutamente non convenzionale e non comune, ossia hanno analizzato il legame che esse presentavano, non con le solite grandezze esplicative prese a riferimento da sempre dagli economisti, come quelle già riportate in precedenza, quali le caratteristiche dell'offerta e dell'emittente, ma al contrario con le frequenze con le quali delle liste di parole positive, negative, forti e deboli modali, legali e d'incertezza (appositamente create), erano presenti all'interno dei documenti d'informativa rivolti al

pubblico statunitense, (in Italia trattasi del prospetto informativo).

In breve, il loro obiettivo era quindi quello di valutare e testare la validità delle più classiche teorie economiche, inerenti alle offerte pubbliche iniziali, usando come grandezze indipendenti delle proxy atte a riflettere il tono presentato da uno o più documenti, aventi le stesse finalità del prospetto informativo.

I risultati da essi ottenuti sono stati molto interessanti, ad esempio hanno osservato che più parole d'incertezza, deboli modali e negative vi sono all'interno dei prospetti informativi e più la valutazione dell'emittente da parte degli investitori è difficoltosa, esisteranno quindi più asimmetrie informative tra gli stessi e tra quest'ultimi e l'emittente, allo stesso modo maggiormente difficile sarà l'attività d'information gathering e quindi la richiesta di ricompense da parte di quei soggetti che si sono impegnati durante la fase di road show a diffondere le informazioni possedute, sarà più elevata, (soprattutto nel caso in cui esse siano ottimistiche), andando di fatto ad incidere positivamente sull'underpricing.

I due ricercatori poi, analizzando 793 IPO ritirate (sempre tra il 1997 e il 2010, sul Nasdaq), arrivano a concludere che, Il tono con cui è scritto il prospetto informativo non incide sul fatto che un'offerta pubblica iniziale possa essere abbandonata o meno, ma che invece sia la mole d'informazioni negative, eventualmente raccolte durante la fase di book building da parte degli intermediari a determinarne tale eventualità.

Essi inoltre asseriscono che, il tono presentato da un dato documento d'informativa al pubblico, rappresenta una proxy ex-ante del grado d'incertezza che circonda l'operazione in questione, costituendo una variabile in grado di spiegare molto meglio l'underpricing (e il suo andamento nel tempo), di quanto non siano capaci di fare le grandezze classiche usate in passato.

I due ricercatori trovano ad esempio, che le parole negative (tra le quali "failure", "loss", "termination" e "adverse"), possono agire in due modi differenti, uno sull'offer price, spingendolo al ribasso, (infatti a fronte di una raccolta d'informazioni negative durante l'attività di book building, la revisione di prezzo in genere è  $< 0$ ), il secondo sull'incertezza relativa all'IPO, chiaramente è più difficile fare delle previsioni future relative ai cash flow di un'azienda, se essa ha una storia passata contraddistinta da ritorni negativi.

Quindi più il tono di un prospetto informativo è di tipo pessimistico e maggiore sarà l'incertezza legata all'IPO in questione. Il tutto è ovviamente legato positivamente con l'underpricing, sulla base delle diverse teorie inerenti al fenomeno dell'asimmetria informativa in generale.

Loughran e McDonald spiegano poi il legame positivo tra la lista di parole negative, deboli

modali e d'incertezza tra le quali ("may", "could", "if"..ecc.), la parte della price revision al rialzo e i first day return, chiamando in causa la partial adjustment theory, affermando che, un tono tanto pessimistico potrebbe indicare una mancanza d'informazioni dell'underwriter riguardanti l'emittente stesso e che questo lo spingerebbe a raccoglierne delle nuove, durante il periodo di book building.

In pratica un tono simile, secondo i due economisti, potrebbe essere usato di proposito dagli emittenti e dall'underwriter allo scopo di spingere gli investitori a cercare nuove informazioni da diffondere durante il road show.

Come poi detto in precedenza, l'underpricing può essere visto come una sorta di ricompensa per quegli investitori che hanno rivelato con grande intensità delle nuove notizie durante tale fase, quindi in linea di principio la teoria dell'information gathering tenderebbe a confermare, almeno in prima battuta, il legame positivo ottenuto in output da Loughran e McDonald, tra le liste di parole d'incertezza, negative e deboli modali (come proxy di un tono pessimistico del prospetto informativo), e l'underpricing.

Similmente, i due docenti interpretano la relazione positiva intercorrente tra lo stile tetro dei documenti d'informativa al pubblico, i first day return, e la price revision (almeno della sua parte al rialzo), partendo dall'ipotesi che gli intermediari finanziari nel caso di un'IPO potrebbero nuovamente di proposito optare per l'utilizzo di un numero elevato di parole poco rassicuranti, in modo da sottovalutare il vero valore dei titoli oggetto dell'offerta, affinché sia più probabile il fatto che, l'attività di book building culmini in una revisione del prezzo verso l'alto. Infatti spesso e volentieri, a fronte di un tono iniziale molto pessimistico è facile che le informazioni raccolte siano migliori rispetto a quelle di partenza.

Essi sostengono a completamento del discorso che, la maggior parte delle volte questo viene fatto dagli underwriter, perchè per loro un elevato grado di underpricing corrisponde ad un successo, sia dell'operazione in questione, che personale.

I due ricercatori poi, per spiegare il perchè dei risultati appena citati, chiamano in causa anche delle osservazioni sviluppate da Hanley e Hoberg (2012), nelle quali si è constatato che le aziende i cui prospetti informativi contenevano un maggior numero d'informazioni, hanno sperimentato un minor grado di price revision e di first day return, trovando anche, che esiste però, un rischio molto alto di divenire oggetto di cause legali da parte degli investitori, a cui gli emittenti sono sottoposti, qualora a fronte di un tono positivo del prospetto informativo, l'IPO abbia dato dei cattivi riscontri empirici in termini di first day return.

Viene sostenuto, che i manager di un'azienda quotanda e i suoi intermediari tendono a

coprirsi da questo rischio applicando dei livelli di underpricing più elevati sui titoli offerti, allontanando in questo modo l'eventualità che tale operazione possa andare male.

Loughran e McDonald proseguendo il discorso, asseriscono che l'espedito per poter giustificare l'applicazione di grossi sconti sul prezzo degli strumenti finanziari offerti, sia nuovamente prevedere un tono negativo per il prospetto informativo.

Andando avanti col ragionamento, viene anche affermato dai due economisti che, più le informazioni diffuse dagli investitori istituzionali informati durante il road show vengono incorporate nella price revision e minore sarà il rischio di essere citati in tribunale per gli autori dei prospetti informativi, ma che tuttavia esiste un rovescio della medaglia, e il prezzo da pagare in questo caso consiste in una maggior quantità potenziale di "money left on the table".

Durante la fase d'analisi, i due ricercatori statunitensi poi, hanno registrato in uscita dalle regressioni, un legame positivo anche per quanto riguarda la lista di parole positive (tra cui "strong" e Successful"), e la price revision in termini assoluti. Questo risultato è stato spiegato sulla base del fatto che un utilizzo troppo spinto di un tono ottimistico all'interno del prospetto informativo è possibile che faccia insospettare qualche investitore, che potrebbe vedere in ciò una sorta di sopravvalutazione dell'emittente e per questo motivo, è facile che sia spinto a cercare ulteriori informazioni relative ad esso. Partendo da questo presupposto, il tutto si ricollega poi nuovamente con la teoria dell'information gathering. Al contrario Loughran e McDonald esplicano il legame negativo tra i first day return e la lista di parole forti modali (tra cui "always" e "must"), sulla base del fatto che, quest'ultime per loro natura tendono a ridurre i dubbi percepiti dagli investitori relativi ad una data IPO e alla valutazione dei titoli oggetto dell'offerta, infondendo maggior sicurezza negli operatori di mercato interessati alla stessa.

Uguualmente, richiamando in causa le medesime osservazioni, interpretano la correlazione negativa risultante tra la lista di termini di estrazione tipicamente legale ed ogni tipologia di componente della price revision, sottolineando il fatto che tali vocaboli sono in grado di ridurre in parte il grado d'incertezza relativa ad un'operazione di quotazioni e che come conseguenza di ciò, gli investitori saranno meno propensi a produrre delle nuove informazioni in fase di book building, determinando in ultima battuta delle revisioni di prezzo che poco si scostano dallo zero.

Sulla base di queste valutazioni è quindi possibile concludere che i manager e gli underwriter non scelgono a caso le parole da inserire all'interno dei documenti d'informativa al pubblico, ma che al contrario queste vengono ricercate con attenzione.

Infine i due accademici statunitensi, hanno trovato, a conferma che le parole deboli modali, negative e d'incertezza nel loro insieme rappresentano delle proxy dei dubbi ex-ante l'offerta, l'esistenza di una forte relazione positiva tra queste entità e la post-IPO daily stock return volatility misurata nei 60 giorni successivi alla quotazione.

La quale, a sua volta, costituisce l'indicatore principe dell'incertezza post-offerta pubblica iniziale, che come dimostrato anche dagli studi di Lowry e Schwert (2010), è correlata positivamente con quella ex-ante tale operazione. Quindi era inevitabile che Loughran e McDonald ottenessero in uscita dalle regressioni una correlazione fortemente positiva tra le variabili appena citate.

In conclusione, l'analisi del tono di un dato prospetto informativo è molto interessante perchè rappresenta una proxy innovativa, ma allo stesso tempo molto efficace dell'incertezza ex-ante che circonda una IPO, ed è allo stesso modo molto curioso vedere come questa impatta sull'underpricing, sulla price revision e sulla volatilità post quotazione.

Tuttavia l'indagine di Loughran e McDonald non è esente dal presentare alcune "lacune" se così esse si possono definire.

#### **1.4.10. I limiti dello studio eseguito da Loughran e McDonald.**

Un esempio di tali limiti può essere rappresentato dal fatto che, se è vero che un tono negativo del prospetto informativo impatta positivamente sull'underpricing, allora perchè, sulla base del fatto che esso non è il risultato di un processo casuale, ma è frutto di una serie di scelte consapevoli da parte del management dell'emittente e dei suoi intermediari, non viene delineato in modo da ottenere un underpricing prossimo allo zero, evitando così di sostenere dei costi opportunità molto grossi? E al contrario perchè altre volte invece le aziende quotande tendono a sopravvalutare il proprio valore e quello dei titoli che intendono offrire, con tutte le conseguenze negative che questo comporta, quando attraverso un espediente quale un dato tono del prospetto informativo potrebbero evitare di incappare in questi errori?

Allo stesso modo altre spiegazioni date dal duo di studiosi statunitensi appaiono leggermente superficiali, come ad esempio perchè a fronte di un tono pessimistico la price revision sarà per forza di cose positiva e non potrà esse anche negativa? E da cosa dipende tutto ciò?

E ancora, se è vero che le liste di parole negative, deboli modali e d'incertezza

rappresentano una proxy dell'insicurezza che ruota attorno la valutazione di una data operazione di quotazione, da cosa dipende la suddetta incertezza, quali sono le sue determinanti, perchè può essere più o meno intensa?

In altre parole perchè il tono di un dato prospetto informativo è ottimistico, piuttosto che pessimistico? Da cosa dipende questa scelta, da quali variabili è influenzata e in che modo? A che grandezze fanno riferimento gli autori dei documenti d'informativa al pubblico, nel deciderne il taglio che esso deve assumere?

E' evidente che, benchè l'indagine eseguita dalla coppia di docenti statunitensi, per quanto interessante e per quanto rappresenti un punto di svolta rispetto agli studi passati, mostra anche alcune lacune a livello di collegamenti con la teoria classica, le quali devono necessariamente essere colmate affinchè, quanto fatto dai ricercatori statunitensi assuma una validità e una significatività ancora maggiore.

E' dall'analisi di questi punti di debolezza che si snoda e viene sviluppato quello che di fatto rappresenta l'argomento di ricerca di questo testo, la quale narrazione sarà così strutturata: nel prossimo capitolo ne verranno riportati gli obbiettivi, le possibili interpretazioni, nonché i risultati attesi sulla base di quanto affermato dalle teorie classiche relative alle IPO, successivamente verrà descritta la procedura analitica seguita durante il suo svolgimento, per concludere con lo studio e l'interpretazione dei risultati ottenuti come output dell'indagine regressiva.



## **Capitolo 2. Tra la teoria classica relativa alle IPO e l'indagine di Loughran e McDonald: obiettivi e aspettative dello studio descritto in questo testo.**

### **2.1. Gli obiettivi dell'analisi eseguita.**

Il capitolo scorso si era chiuso con una riflessione riguardante l'indagine svolta dalla coppia di docenti statunitense (Loughran e McDonald), nella quale si era dichiarato che benchè il loro lavoro fosse decisamente interessante e per certi versi innovativo, tuttavia presentava anche alcune "lacune".

In particolare, certe interpretazione dei risultati da loro ottenuti non erano molto convincenti, o meglio non lo erano completamente, ad esempio non si capisce per quale ragione un tono negativo del prospetto informativo dovesse dare in output, per forza di cose, una price revision positiva e perchè invece questo aspetto non era più valido nel caso in cui esso fosse stato positivo.

Oppure non è chiara la ragione per la quale gli underwriter dovrebbero utilizzare appositamente un taglio pessimistico, all'interno del documento d'informativa al pubblico, per sottovalutare di proposito il valore dei titoli oggetto dell'offerta, anche quando quest'ultimo fosse facilmente determinabile. In base a codesta interpretazione, altri dubbi sorgono in relazione al fatto che però, nella pratica si nota che, non tutti gli intermediari eseguono un'operazione del genere, andando invece a volte, a sovradimensionare il prezzo degli strumenti da collocare.

La questione più grande riguarda però un altro aspetto inerente alla stessa indagine, ossia da cosa dipende il fatto che un prospetto informativo presenti un tono ottimistico piuttosto che uno pessimistico?

Loughran e McDonald tendono a rispondere al quesito appena formulato richiamando il concetto di rischio, collegato a quello dell'incertezza, ossia, tanto gli emittenti quanto gli

intermediari da essa scelti, sono dei soggetti avversi alla prima componente, la quale cresce all'aumentare della seconda grandezza.

Quindi più difficoltosa sarà la valutazione dell'emittente e dei titoli che intende collocare sul mercato, maggiormente negativo sarà il tono assunto da un dato prospetto informativo.

Tuttavia questa spiegazione non è sufficiente, infatti non risponde alla domanda, quali sono le sue determinanti?

Perché sì, è vero che esso è scelto arbitrariamente da chi si occupa della sua stesura, ma è anche vero che la pubblicazione del documento d'informativa al pubblico, deve prevedere un'apposita autorizzazione a farlo da parte dell'organismo di vigilanza (in Italia da Consob), per cui il suo tono non può venire scelto a caso, ma deve rispecchiare al contrario alcune determinanti particolari. E quali sono?

La risposta a questo interrogativo racchiude un po' l'obbiettivo dello studio sviluppato. Approfondendo il discorso, quello che ci si propone di effettuare è un'indagine atta a creare un "ponte" che possa collegare la teoria classica relativa alle IPO, in particolare all'underpricing, con la parte innovativa dell'analisi di Loughran e McDonald, ossia il tono del prospetto informativo, "catturato" attraverso il calcolo delle frequenze di comparizione delle sei liste di parole individuate dai due ricercatori statunitensi (negative, d'incertezza, deboli modali, forti modali, positive e legali).

Per giungere ad effettuare ciò, si è quindi pensato di operare in questo modo, si è deciso di prendere quali variabili dipendenti oggetto di studio, delle proxy in grado di rappresentare un tono pessimistico caratterizzante un dato prospetto informativo e una grandezza capace invece di racchiuderne al proprio interno gli aspetti distintivi di uno positivo.

La prima proxy è stata costruita come somma delle frequenze di comparizione delle liste di vocaboli negativi, deboli modali e d'incertezza, mentre la seconda è stata costruita addizionando quelle intercettate dagli insiemi di termini positivi e forti modali. (Si vedrà nel seguito, entro un'apposita sezione dedicata a ciò, per quale motivo l'utilizzo del gruppo di lemmi di estrazione legale non è stato utilizzato durante lo svolgimento di queste analisi). Se le variabili oggetto di studio sono quelle appena descritte, quali potrebbero essere le determinanti in grado di influenzarle, o meglio che siano capaci di persuadere il management di un dato emittente e/o gli intermediari scelti a curarne il listing, ad utilizzare una data serie di vocaboli piuttosto che un'altra?

A questo proposito sono state sviluppate tre ipotesi tra loro complementari, ossia che i valori assunti dalle grandezze dipendenti appena presentate, siano influenzate da tre

macro-classi di variabili, usate spesso all'interno degli studi svolti in passato, col tentativo di studiare le determinanti dell'underpricing, in modo da riuscire a validare o a confutare, una delle diverse teorie classiche (riportate all'interno del capitolo precedente), sviluppate nei decenni scorsi, inerenti alla questione oggetto di discussione.

Esse nella fattispecie sono:

- 1) Le caratteristiche firm-specific.
- 2) Le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale.
- 3) Le caratteristiche del mercato in fase pre-IPO.

### **2.1.1. Le caratteristiche firm-specific.**

Entro questa categoria di variabili s'intende far rientrare tutte quelle grandezze in grado di caratterizzare una data impresa.

Esse generalmente non sono influenzabili da quest'ultima almeno nel breve periodo e spesso vengono prese in considerazione quasi come se fossero dei dati di fatto, riguardanti certe profili distintivi aziendali, al momento dell'offerta, (o più precisamente al momento della redazione del prospetto informativo).

In questo gruppo rientrano ad esempio le vendite fatte registrare dall'emittente nell'anno pre-IPO, gli utili per azione ottenuti nell'esercizio precedente a quello inerente alla quotazione, l'età della società quotanda, il valore contabile dei suoi asset, il fatto che essa era di proprietà di un venture capitalist o meno, oppure se era posta sotto il controllo statale o comunque era una partecipata dello stesso.

### **2.1.2. Le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale.**

Entro questa classe di determinanti rientrano tutte quelle variabili che in un certo senso sono collegate e inerenti ad una data offerta pubblica iniziale.

A differenza di quanto avveniva in corrispondenza delle caratteristiche firm-specific, in questo caso le entità qui contenute, non costituiscono dei semplici dati di fatto, ma al contrario rappresentano delle grandezze il cui valore, la quale intensità, è frutto di determinate e specifiche scelte del management dell'emittente o degli intermediari finanziari che curano il collocamento dei suoi titoli.

E' quindi facilmente intuibile, come questa serie di decisioni, qui riportate sotto forma delle variabili inserite entro questo raggruppamento, caratterizzanti le diverse IPO, allo stesso tempo possano influenzare anche la stesura del prospetto informativo, e in ultima analisi pure il tono che esso presenta.

Entro questa serie di determinanti rientrano ad esempio la grandezza della quota di azioni di nuova emissione sul numero di quelle esistenti prima dell'offerta, la quantità di titoli finanziari messi in vendita rispetto a quelli posseduti da tutto l'azionariato, sempre nel periodo precedente allo sbarco in Borsa, il fatto che l'emittente si sia avvalso dei servizi di un underwriter di alta gamma o meno e la dimensione dell'operazione di quotazione in termini di controvalore della stessa.

### **2.1.3. Le caratteristiche del mercato.**

Un aspetto del quale senza ombra di dubbio i redattori del prospetto informativo tengono conto durante la sua stesura, è l'andamento del mercato nel periodo pre-offerta.

Questa variabile rappresenta un po' il "sentiment", l'umore di fondo che caratterizza e accomuna in generale tutti gli investitori in un dato periodo, ma senza far riferimento ad una data operazione in particolare.

Molto semplicemente, è come se sottolineasse un'attitudine di background presentata allo stesso tempo dalla maggior parte degli operatori di mercato, in grado di influenzare l'andamento di qualsiasi attività, eseguita entro un determinato arco temporale.

Questa breve parentesi relativa alle diverse determinanti considerate nello studio delle varie classi tonali, che un prospetto informativo può assumere, costituisce solo una breve introduzione all'argomento, il quale verrà trattato più a fondo, all'interno della sezione nella quale si descriverà singolarmente, in modo più dettagliato, ogni singola componente in grado di influenzare le diverse variabili dipendenti oggetto d'indagine.

Concludendo (e tirando allo stesso tempo le somme del discorso), l'obbiettivo principale dello studio qui presentato è quello di valutare quali caratteristiche aziendali, di una data IPO o relative all'andamento del mercato, sono in grado di spiegare meglio, ed in maniera più approfondita, l'utilizzo di un dato tono linguistico all'interno dei diversi prospetti informativi, in quanto in grado di influenzare maggiormente la scelta del lessico contenuto in esso, in sede di scrittura dello stesso.

Tuttavia l'individuazione delle grandezze più significative non è l'unico scopo che ha

mosso questa ricerca, infatti durante le analisi svolte, si è anche voluto andare a valutare, in che modo queste potevano condizionare tali variabili dipendenti, cercando di spiegare la loro azione facendo riferimento alle teorie classiche riguardanti le IPO, oggi giorno universalmente accettate come plausibili.

Il tutto comunque è stato eseguito con il fine ultimo di costruire una sorta di collegamento tra la parte più innovativa inerente allo studio delle offerte pubbliche iniziali (l'analisi del tono presentato dal documento d'informativa al pubblico), e quella più classica, costituita dalle indagini empiriche, riportate all'interno del capitolo precedente, circa l'andamento e l'entità dell'underpricing.

Di fatto quindi, ogni ricerca è mossa dalla volontà di analizzare il fenomeno dei first day return, quello che però è variato nel tempo sono state le grandezze prese a riferimento per fare ciò.

L'obbiettivo dell'esame eseguito è quindi quello di ricollegare questi diversi aspetti alle varie spiegazioni dell'underpricing, sviluppate nel corso degli anni, in modo però completo e rigoroso.

A tal proposito nel prossimo paragrafo si cercherà di cominciare a delineare, i possibili legami che le variabili dipendenti potrebbero presentare nei confronti di quelle indipendenti, almeno in base ad una riflessione puramente teorica, prendendo a riferimento per fare ciò, tutta la serie di modelli associati descritti in precedenza.

## **2.2. I legami attesi, o almeno ipotizzati, tra le variabili analizzate all'interno dello studio sviluppato.**

Come già sottolineato, in questo paragrafo s'intende provare a delineare a priori, ipoteticamente parlando, sulla base delle teorie classiche relative alle IPO e dei risultati empirici ottenuti nel corso delle diverse indagini svolte, col tentativo di dimostrare la validità delle prime, il legame tra le variabili dipendenti, ossia le due proxy individuate, rispettivamente riprodotte un tono negativo e uno positivo del prospetto informativo e le diverse grandezze indipendenti, divise nelle tre macro-categorie descritte nella sezione precedente.

In linea teorica più è alto il grado d'incertezza relativa ad una IPO, alla valutazione dell'emittente e dei titoli che intende offrire e maggiori asimmetrie informative esisteranno tra gli investitori, tra questi e l'underwriter e tra l'intermediario finanziario in questione e l'emittente stesso. In tal caso sarà più alta la probabilità che vi sia una grande price revision, sia negativa che positiva, assumerà maggior importanza la fase del book building e con essa, secondo la teoria delle Cascades informative proposta da Welch, anche l'opinione degli investitori interpellati per primi.

Le congetture appena mosse, richiamano alla luce tutta una serie di modelli concettuali tra cui ad esempio, la Winner's Curse di Rock, i pensieri di Baron, la filosofia del rischio di litigation, la Partial Adjustment Theory di Hanley, la dottrina dell'Information Gathering di Benveniste e Spindt...ecc.

Sulla base quindi di tutta questa serie di studi verrebbe da pensare che maggiori sono le incertezze relative ad una data offerta pubblica iniziale, più grandi e diffusi saranno i rischi corsi dall'emittente e dai suoi intermediari finanziari e quindi probabilmente il tono del prospetto informativo legato a tale operazione, sarà maggiormente portato all'assunzione di una declinazione più che altro pessimistica.

Al contrario invece, al decrescere dell'insicurezza e della pericolosità dei rischi corsi, è razionale pensare che anche la frequenza di comparizione dei termini negativi, deboli modali o d'incertezza diminuisca all'interno del documento d'informativa al pubblico, molto

banalmente, anche per il solo fatto che vi sono meno aspetti critici da descrivere e da riportare all'interno di esso.

Le classi di termini positivi e forti modali presenteranno invece, a rigor di logica, un andamento opposto a quello appena descritto per i primi tre insiemi tonali.

Detto questo, è giunto il momento però, di spostare la riflessione ad un altro livello, ossia, una volta ipotizzato il legame che potrebbe congiungere l'incertezza con il taglio linguistico caratterizzante un dato prospetto informativo, è necessario valutare come la prima componente si possa manifestare nei diversi casi, ovvero sotto quali forme, attraverso quali caratteristiche aziendali, del mercato o dell'operazione di quotazione in questione.

### **2.2.1. Come l'insicurezza potrebbe manifestarsi all'interno della classe racchiudente l'insieme dei tratti aziendali distintivi.**

All'interno di questa categoria, le variabili presenti non sempre assumono dei valori binari 1 o 0 fungendo da grandezze “on-off” in grado ad esempio di “accendersi” o “spegnersi” in presenza, o in assenza dell'incertezza relativa ad una data operazione di quotazione.

La maggior parte di esse, al contrario, può assumere un qualsiasi valore inserito all'interno di un range pressochè infinito.

Quindi le ipotesi mosse in fase pre-analitica non possono essere delle previsioni deterministiche del fenomeno studiato, ma saranno per lo più delle possibili tendenze. Ad esempio è logico pensare che molto probabilmente al diminuire degli utili generati e al decrescere delle vendite eseguite, il tono presentato da un dato prospetto informativo sarà presumibilmente piuttosto tetto, mentre invece al crescere del valore di tali componenti esso diventerà via via sempre più roseo.

Allo stesso modo, in genere, un'azienda molto giovane, il cui valore degli asset posseduti è piccolo, attiva in settori tipicamente meno stabili (ad esempio nel campo dell'hi-tech), sarà soggetta ad un maggior grado d'incertezza rispetto ad un'impresa affermata, operativa da parecchio tempo in un segmento soggetto a poca volatilità, presentante delle dimensioni elevate e un discreto grado di profittabilità.

Ancora una volta quindi è molto probabile che le società rientranti nella prima tipologia prevedano l'adozione di un taglio linguistico più pessimistico in sede di stesura del prospetto informativo, rispetto a quelle appartenenti alla seconda casistica.

Un poco più complessa potrebbe essere la valutazioni a priori, solo su base teorica, del possibile legame esistente tra il fatto che un'azienda sia stata di proprietà, o una partecipata di un venture capitalist oppure di uno Stato.

Nel primo caso l'analisi è complessa perchè se razionalmente parlando, il fatto di avere avuto il sostegno di tale figura potrebbe essere visto positivamente dagli investitori, durante un'IPO, in quanto lo stesso potrebbe essere in grado, di rivelare importanti informazioni riguardanti la società quotanda, capaci di facilitare il compito di valutazione di quest'ultima da parte sia del mercato che degli intermediari finanziari, chiamati ad assisterla nelle diverse fasi dell'offerta. D'altro canto però, come sottolineato anche da Lowry e Schwert (2010), esiste la possibilità che un'emittente in quanto VC backed, venga percepito come più rischioso in quanto, spesso e volentieri, un'impresa che ricorre a questa fonte di finanziamento non è profittevole e quindi non è in grado di autosostenere il proprio business, è giovane, di piccole dimensioni e non ancora matura.

Il ricorso ai fondi di un venture capitalist infatti, può venire interpretato come la ricerca di ultima spiaggia del finanziamento, quando anche i propri fondamentali non permettono di accedere al prestito bancario.

Nel caso invece di una privatizzazione, il legame presentato tra tale peculiarità e il tono del documento di informativa al pubblico è più difficile da stabilire a priori, in quanto, da un lato queste società sono generalmente molto grandi, in grado di generare parecchi utili, attive in mercati poco volatili e soggetti ad un modesto grado d'incertezza (come quello delle utility), sono operative da molto tempo e il loro brand è molto forte.

Questa serie di circostanze porta a pensare che possa esistere un legame positivo tra il fatto che l'IPO in questione sia una società in fase di privatizzazione e il tono ottimistico del documento d'informativa al pubblico, tuttavia, Loughran (1994), nota studiando il caso della Cina, che spesso la rigidità istituzionale, normativa e burocratica alla quale un'azienda può essere soggetta, per via di una partecipazione o di un controllo statale, può venir interpretata come un fattore negativo dagli investitori, i quali a fronte di ciò richiederanno uno sconto sul prezzo dei titoli offerti, più elevato.

Non è sbagliato quindi ipotizzare che tale aspetto possa incidere negativamente anche sul tono presentato da un dato prospetto informativo.

Sulla base delle considerazioni appena sviluppate, non è possibile determinare a priori quale possa esser il legame assunto tra quest'ultime due variabili indipendenti e quelle oggetto di studio.



## **2.2.2. Come l'incertezza potrebbe manifestarsi all'interno del gruppo di determinanti caratterizzanti l'operazione di quotazione stessa.**

Le grandezze contenute in questa sezione non sono più inerenti all'azienda stessa ma alle peculiarità presentate dalla sua operazione di quotazione, sulla base delle scelte eseguite dal management dell'emittente o dei suoi intermediari.

Tuttavia anche in questo caso esse non sempre assumono dei valori binari 1 o 0, ma al contrario, nella maggior parte dei casi rappresentano delle quantità racchiuse all'interno dell'insieme dei numeri razionali.

Quindi, ancora una volta, i legami ipotizzati in questa fase iniziale, costituiscono al più delle tendenze ritenute ragionevoli, alla luce delle teorie classiche sviluppate in passato. Per ricavare questi assunti di partenza quindi, non sono stati utilizzati i numeri, come invece fatto nelle regressioni finali, ma bensì il buon senso.

In accordo con queste premesse, è razionale ritenere che molto probabilmente al crescere ad esempio della quota di controllo trattenuta dagli azionisti esistenti, all'aumentare della grandezza dell'offerta globale (espressa in controvalore della stessa), il tono presentato da un dato prospetto informativo sarà sicuramente più ottimistico, in quanto questi sono dei segnali che vengono spesso e volentieri, scontati positivamente dal mercato, in quanto intendono dimostrare ed evidenziare la qualità di una particolare operazione di quotazione. Riprendendo invece le considerazioni sviluppate in occasione della descrizione delle diverse tipologie di offerte pubbliche iniziali (Paragrafo 1.3), in tale occasione si era detto che, la scelta della tipologia di IPO da eseguire non è banale, in quanto capace di influenzare attivamente la percezione e quindi anche la valutazione, che gli operatori del mercato hanno e fanno circa una specifica operazione di quotazione.

Nella fattispecie si era affermato che, molto verosimilmente, le aziende intenzionate ad optare per un'OPS, in genere sono di piccola dimensione, operanti in settori molto instabili, di giovane formazione, il cui obiettivo principale è quello d'intraprendere il percorso di quotazione per poter raccogliere sul mercato dei grossi finanziamenti, atti a permettere loro di sostenere il proprio business.

Al contrario, un'offerta pubblica di vendita sottintende il fatto che i titoli collocati siano già esistenti e che quindi sono posseduti da dei soggetti esterni alla società che intende quotarsi.

Quindi un'impresa spesso opta per eseguire un'OPV, soprattutto, nel caso in cui essa è di grandi dimensioni, il suo business è stabile, ben avviato e sviluppato. Quando è in grado di generare parecchi utili ed è capace di autosostenersi.

In genere poi, una società del genere ha un'età piuttosto elevata, un brand decisamente forte ed un peso specifico notevole all'interno del sistema competitivo in cui opera.

Quindi il suo obiettivo primario, inerente all'operazione di sbarco in Borsa, non è generalmente quello di recuperare ingenti quantità di capitali dal mercato, ma di effettuare un riassetto all'interno della propria struttura proprietaria.

In questo caso appare perciò ragionevole pensare che una società che intende eseguire un'OPS sia soggetta ad un maggiore grado d'incertezza e il suo business sia più rischioso di un'impresa che intende quotarsi attraverso un'OPV.

Nel primo caso è logico aspettarsi quindi un legame positivo con un taglio linguistico pessimistico presentato da un dato documento d'informativa al pubblico, nel secondo invece è più facile che una relazione positiva si verifichi nei confronti di un tono ottimistico dello stesso.

Più complessa è invece la situazione relativa allo studio del collegamento tra le variabili dipendenti oggetto d'indagine, la qualità dell'underwriter e il periodo di quotazione.

Nel primo caso infatti se il ricorso ad un intermediario di prestigio, di alta gamma, dovrebbe assicurare i potenziali investitori, sulla base del fatto che in linea di principio esso dovrebbe essere bravo nell'eseguire le operazioni per le quali è stato assunto, diradando in parte, quel velo d'insicurezza che potrebbe circondare una data IPO, d'altra parte molti esperti, tra cui Michaely e Shaw (1994), Beatty e Welch (1997) e Cooney (1999), hanno osservato, che più esso è di alta qualità (o viene percepito tale), più la sua avversione al rischio che l'offerta possa dare vita a dei risultati negativi, causandogli un danno d'immagine, cresce, facendo sì, che sia maggiormente portato a sfruttare il suo potere contrattuale al fine di adottare degli sconti maggiori sui titoli da collocare, cautelandosi da questa possibile eventualità negativa.

Allo stesso modo anche il legame tra il tono del prospetto informativo e il momento di quotazione può essere difficile da stimare e stabilire a priori.

Ad esempio, ponendo in luce tutte le IPO avvenute tra gli anni 1999 e 2000 e dividendole dalle altre, è possibile asserire che, durante quell'arco temporale si è assistito ad un'esplosione nel numero di quotazioni, un po' in tutte le principali piazze finanziarie mondiali.

Le aziende che sono sbarcate in Borsa in quegli anni presentavano però delle

caratteristiche diametralmente opposte tra di loro.

Inoltre a fronte di un ottimismo di fondo molto sentito da tutti gli operatori del mercato, e probabilmente riflesso anche nei prospetti informativi, attraverso l'adozione di un tono estremamente positivo, è altresì vero però che, sulla base di quell'euforia di contorno, hanno optato per quotarsi anche molte società i cui fondamentali e le cui caratteristiche erano tutt'altro che rassicuranti, andando così a complicare di fatto, l'eventuale analisi pre-regressiva, del legame esistente tra questa determinante e le diverse variabili dipendenti prese a riferimento all'interno dell'indagine sviluppata e descritta in questa sede.

### **2.2.3. Come l'incertezza potrebbe andare ad incidere sul legame presentato tra l'andamento del mercato e il tono assunto dai diversi prospetti informativi.**

L'ultima categoria di determinanti oggetto di studio, in grado di influenzare pesantemente la scelta linguistica da parte dell'emittente (o di chi per esso), in fase di stesura del prospetto informativo, è senza dubbio quella relativa all'andamento del mercato.

In questo caso si fa riferimento ad un arco temporale precedente l'IPO.

Tuttavia quest'ultima classe di variabili è a sua volta una proxy del "sentiment" presentato in generale da tutti i diversi investitori in un dato periodo.

E' quindi facilmente comprensibile come questa componente allo stesso tempo, influenzi la percezione di rischio e d'incertezza che gli operatori del mercato possono presentare in merito ad una data operazione di quotazione e come tutto ciò, possa condizionare il taglio linguistico preso a riferimento per la stesura della documentazione d'informativa al pubblico, da parte di un dato emittente o dei suoi intermediari.

Molto semplicemente, ipoteticamente parlando, ci si attenderà che quando il mercato è in fase espansiva, sintomo di una visione di fondo ottimistica da parte dei diversi investitori, allora anche i prospetti informativi redatti in quei frangenti, suggestionati da questa condizione di generale positività, saranno caratterizzati da un tono che lascia spazio a delle vedute più rosee.

Al contrario a fronte di un pessimismo diffuso sui mercati, palesato da un andamento al ribasso degli stessi e da delle prospettive future tutt'altro che radiose, allora molto probabilmente anche il tono presentato dai diversi prospetti informativi, scritti in presenza di tali contesti di "background", presenteranno una connotazione maggiormente negativa, sulla scia di quella generale presentata dall'intero sistema economico-finanziario di

riferimento.

Concludendo, terminata questa fase d'introduzione all'indagine eseguita, riportati gli obiettivi di fondo che l'hanno guidata, ed espresse le aspettative di partenza relativamente a ciò, nel proseguo della relazione saranno descritte in ordine, le procedure statistico-matematiche seguite durante lo svolgimento della stessa e verranno spiegati ed interpretati i risultati ottenuti al termine delle analisi regressive.

## Capitolo 3. Metodologia e ipotesi di ricerca.

### 3.1. La costruzione del dataset d'analisi.

Lo studio sviluppato è chiaramente differente da quello eseguito da Loughran e McDonald, presenta degli obiettivi diversi, degli iter procedurali diseguali, però è altresì vero, che esistono dei punti di comunanza tra di essi.

Ad esempio anche nel caso in questione, nonostante vengano utilizzate in maniera differente e assumano una valenza distante rispetto a quanto fatto registrare dall'indagine statunitense, devono venire ugualmente calcolate le frequenze di comparizione delle sei classi di parole, individuate in principio da due accademici statunitensi.

L'adattamento di tale procedura, al caso italiano non è stato un compito semplice da eseguire, in primis perchè la lingua cambiava e quindi anche i vocaboli da ricercare dovevano non solo venire tradotti dall'inglese all'italiano, ma anche essere opportunamente declinati, affinchè potessero replicare la stessa valenza, non solo lessicale, ma anche semantica.

Allo stesso modo, anche il testo oggetto d'analisi, sul quale calcolare le frequenze di comparizione delle diverse liste tonali, cambiava passando dal caso statunitense a quello italiano.

Facendo riferimento al primo contesto, è bene sottolineare che esistono molteplici documenti differenti atti ad informare il pubblico, circa l'esecuzione di una data operazione di quotazione. Ad esempio quelli presi in considerazione da Loughran e McDonald erano i testi in formato "S-1" e "424".

La scelta nel caso italiano è stata molto più semplice, in quanto obbligata, sulla base del fatto che, l'unico documento d'informativa al pubblico che le aziende quotande sono tenute a redarre è il prospetto informativo. Pertanto esso costituirà il testo sul quale verranno estratte tutte le frequenze tonali e lessicali del caso.

Allo stesso modo anche la costruzione del dataset è stato frutto di una considerazione molto semplice, affinchè lo studio eseguito risultasse significativo, era necessario evitare

di operare delle scelte, che a fronte della minuziosità ne avrebbero precluso la numerosità. In altre parole, l'Italia non dispone della ricchezza di IPO sulla quale possono invece contare gli Stati Uniti.

Ad esempio sempre, McDonald e Loughran, per il loro studio hanno scelto molto accuratamente il campione oggetto di analisi, (in quanto la statistica insegna che la fase di selezione dei soggetti da studiare da una popolazione di partenza, è di fondamentale importanza per la buona riuscita e l'attendibilità dell'indagine stessa).

Essi infatti per un periodo di tempo che va dal 1997 (anno in cui la SEC ha riformato la normativa relativa all'informativa al pubblico in caso di IPO), e il 2010, hanno potuto contare su di un database composto da ben 1887 casi di società che si sono quotate in quel periodo, esclusivamente sul Nasdaq, il cui prezzo d'offerta fosse almeno pari a 5 dollari e non prendendo in considerazione lo sbarco sul mercato delle compagnie finanziarie e dei fondi d'investimento chiusi e immobiliari.

Nel caso presentato in questa sede invece, non è stato possibile effettuare queste discriminazioni, altrimenti la numerosità del campione si sarebbe ridotta di troppo. Quindi si è preso in considerazione inizialmente un database relativo a tutte le IPO, avvenute con successo tra il 1997 e il 2013 (Moleskine compresa), senza fare alcuna differenziazione settoriale, o relativa al prezzo dell'offerta o ancora al mercato di quotazione, sia esso il mercato telematico azionario (MTA), o il segmento STAR (segmento dei titoli con alti requisiti), o ancora il mercato Expandi (ex Mercato Ristretto), sostituito nel 2009 però dall'AIM Italia, dedicato alle PMI (per l'ammissione al quale, oggi non viene più richiesta la pubblicazione del prospetto informativo).

Entrando più nello specifico della questione, in totale le IPO selezionate inizialmente, per un periodo che va dal 1997 al 2013 erano 207, tuttavia, affinché potessero essere analizzate da degli appositi software di text mining era necessario che il loro prospetto informativo fosse recuperato in formato elettronico e di buona qualità, (ad esempio le scannerizzazioni poco pulite non potevano venire lette).

Per ottenere ciò che serviva si è fatto riferimento a tre livelli di ricerca. Il primo è consistito nella consultazione dell'apposita sezione del sito della Consob, dal quale sono stati rinvenuti tutti i prospetti informativi relativi alla totalità di offerte pubbliche iniziali avvenute dal 2003 ad oggi. Successivamente la ricerca si è spostata sul sito di Borsa Italiana, dal quale è stato possibile entrare in possesso di quelli riguardanti l'insieme delle IPO avvenute dal 2000 al 2013 (eccezion fatta per AS. Roma 2000), più qualcuno inerente ad alcune quotazioni risalenti al 1999 e al 1998.

Infine l'ultimo livello di ricerca è stato quello di andare a visualizzare i singoli siti aziendali. Tuttavia quest'ultima fase non ha prodotto grandi risultati. Attraverso la suddetta procedura è stato possibile recuperare 160 dei 207 prospetti contenuti all'interno del database iniziale, i quali nella fattispecie sono:

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
1998	AEM (milano)	MTA
1999	Basicnet Robe di K	MTA
1999	Interbanca	MTA
1999	Opengate	Nuovo mercato
1999	Tiscali	Nuovo mercato
1999	Poligrafica San Faustino	Nuovo mercato
1999	Gandalf	Nuovo mercato
2000	AEM Torino	MTA
2000	Aeroporti di Firenze	MTA
2000	Caltagirone Editore	MTA
2000	Cassa di Risparmio di Firenze	MTA
2000	Centrale del Latte di Torino & Co.	MTA
2000	Ferretti	MTA
2000	Lavorwash	MTA
2000	Mariella Burani Group	MTA
2000	Meliorbanca	MTA
2000	Saeco	MTA
2000	Tod's	MTA
2000	e.biscom	Nuovo mercato
2000	I.net	Nuovo mercato
2000	Freedomland	Nuovo mercato
2000	Tas	Nuovo mercato
2000	Art'è	Nuovo mercato
2000	Chl	Nuovo mercato
2000	Mondo TV	Nuovo mercato
2000	Dada	Nuovo mercato
2000	Euphon	Nuovo mercato
2000	Cdc	Nuovo mercato

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
2000	Txt e.solutions	Nuovo mercato
2000	Cairo Communications	Nuovo mercato
2000	ON BANCA S.p.A	Nuovo mercato
2000	Biosearch Italia S.p.A	Nuovo mercato
2000	Inferentia S.p.A	Nuovo mercato
2000	e.Planet S.p.A	Nuovo mercato
2000	CTO S.p.A	Nuovo mercato
2000	TC Sistema S.p.A	Nuovo mercato
2000	Acotel Group S.p.A	Nuovo mercato
2000	Vitaminic	Nuovo mercato
2000	Datamat	Nuovo mercato
2000	Data Service	Nuovo mercato
2000	Digital Bros	Nuovo mercato
2000	CAD IT	Nuovo mercato
2000	Novuspharma	Nuovo mercato
2000	Fidia	Nuovo mercato
2000	Reply	Nuovo mercato
2000	Engineering Ing. Inf.	Nuovo mercato
2000	El. En.	Nuovo mercato
2000	Dmail.it	Nuovo mercato
2001	Acegas	MTA
2001	Lottomatica	MTA
2001	I Viaggi del Ventaglio	MTA
2001	Air Dolomiti	MTA
2001	Graniti Fiandre	MTA segmento STAR
2001	Amplifon	MTA
2001	Biesse	MTA segmento STAR
2001	Giacomelli Sport group	MTA
2001	Davide Campari	MTA
2001	De Longhi	MTA
2001	Negri Bossi	MTA segmento STAR
2001	Snam Rete Gas	MTA
2001	Juventus Football Club	MTA segmento STAR



<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
2001	PCU Italia	Nuovo mercato
2001	Datalogic	Nuovo mercato
2001	Esprinet	Nuovo mercato
2001	It Way	Nuovo mercato
2002	Astaldi	MTA segmento STAR
2002	Pirelli Real Estate	MTA
2002	ASM Brescia	MTA
2002	CIT Comp. Italia Turismo	Ristretto
2002	Socotherm	MTA
2002	Fiera Milano	MTA segmento STAR
2003	META Modena	MTA
2003	Hera	MTA
2003	Trevisan	MTA segmento STAR
2003	Isagro	MTA
2004	Terna	MTA
2004	DMT Digital Multimedia Technologies	MTA segmento STAR
2004	Greenvision	Expandi
2004	Azimut Holding	MTA
2004	Procomac	MTA
2004	Panaria Group	MTA segmento STAR
2004	RGI	Expandi
2004	Geox	MTA
2005	IGD Immobiliare Grande Distribuzione	MTA
2005	SAVE Aeroporto Venezia	MTA
2005	Toro Assicurazioni	MTA
2005	Banca Italease	MTA
2005	MARR	MTA segmento STAR
2005	Monti Ascensori	Expandi
2005	Bioera	Expandi
2005	ANIMA SGR	MTA
2005	Caleffi	Expandi
2005	Tamburi Investment Partners	Expandi
2005	Guala Closures	MTA segmento STAR

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
2005	Eurotech	MTAX segmento STAR
2005	Apulia Prontoprestito	Expandi
2005	Safilo Group	MTA
2005	Eurofly (meridiana fly)	MTA
2006	Kerself	Expandi
2006	Marazzi	MTA
2006	Ansaldo	MTA segmento STAR
2006	EEMS	MTA segmento STAR
2006	Noemalife	Expandi
2006	Saras	MTA
2006	NICE	MTA segmento STAR
2006	Pierrel	Expandi
2006	Bolzoni	MTA segmento STAR
2006	Antichi Pellettieri	Expandi
2006	Piaggio	MTA
2006	Valsoia	Expandi
2006	Arkimedica	Expandi
2006	Polynt	MTA segmento STAR
2006	Elica	MTA segmento STAR
2006	Poltrona Frau	MTA segmento STAR
2006	Banca Generali	MTA
2006	Gas Plus	MTA
2006	Cobra	MTA segmento STAR
2006	Ascopiave	MTA segmento STAR
2006	Cogeme	Expandi
2007	Omnia Network	MTA segmento STAR
2007	Biancamano	Expandi
2007	Toscana Finanza	Expandi
2007	Servizi Italia	Expandi
2007	Aicon Yachts	MTA segmento STAR
2007	CONAFI Prestitò	Expandi
2007	D'Amico Shipping	MTA segmento STAR
2007	Prysmian	MTA

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
2007	Mid Industry Capital	MTF
2007	IW Bank	Expandi
2007	Mutui on line	MTA segmento STAR
2007	Zignago Vetro	MTA segmento STAR
2007	RDB	MTA segmento STAR
2007	Landi Renzo	MTA segmento STAR
2007	Screen Service	Expandi
2007	Il Sole 24 Ore	MTA
2007	Maire Tecnimont	MTA
2007	Damiani	MTA segmento STAR
2007	Piquadro	Expandi
2007	Bouty Healthcare	Expandi
2007	Bialetti Industrie	MTA
2007	RCF Group	Expandi
2007	SAT Pisa	MTA
2007	AEFFE	MTA segmento STAR
2007	B&C Speakers	Expandi
2007	Diasorin	MTA segmento STAR
2007	Cape LIVE	MTF
2007	EniA	MTA
2007	Pramac	Expandi
2008	Investimenti e Sviluppo Mediterraneo	MTF
2008	MolMed Molecular Medicine	MTA
2008	Rosss	Expandi
2008	Best Union	Expandi
2008	Enervit	Expandi
2008	Ternienergia	Expandi
2009	Yoox	MTA segmento STAR
2010	Tesmec	MTA segmento STAR
2010	Enel green power	MTA
2011	Ferragamo	MTA
2012	Cucinelli	MTA
2013	Moleskine	MTA segmento STAR

Successivamente poi, in una seconda fase, sono stati rinvenuti altri otto prospetti informativi, (grazie anche all'aiuto dei colleghi dell'Università degli Studi di Bergamo), per arrivare ad un totale di 168 documenti sui quali svolgere le analisi e che di fatto compongono il database totale definitivo a cui l'intero studio, descritto in questa sede, fa riferimento. Nella fattispecie essi sono:

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
1997	Ittierre	MTA
1998	Gefran	MTA
1998	Richard Ginori 1735	MTA
1999	Credito Artigiano	MTA
1999	Olidata	MTA
1999	Tecnodiffusione	Nuovo mercato
1999	Marcolin	MTA
2000	Roma As	MTA

Concludendo, in generale il campione finale è composto da 168 unità, le quali spaziano dal 1997 (Ittierre) al 2013 (moleskine).

Di cui 62 sono relative a delle IPO avvenute sull'MTA standard, 39 presso il Nuovo Mercato, 34 nel segmento STAR dell'MTA, 29 presso il mercato Expandi, 3 sull'MTF e 1 nel mercato ristretto.

Inoltre si può dire poi che l'anno di cui si hanno a disposizione più documenti è il 2000, il quale da solo conta 42 prospetti informativi ovvero un quarto del totale, seguito dal 2007 con 29 e dal 2006 con 21.

E' facile intuire come gli anni di boom economico, nei quali si gonfiano delle bolle di Borsa come quella dei " titoli .com" nel 1999-2000 e quella immobiliare nel 2006-2007, sono anche quelli in cui vi è maggiore disponibilità di liquidità sul mercato e le aziende intendono sfruttare nella maggior parte dei casi questi connotati favorevoli. Mentre invece, negli anni di depressione e crisi economica, gli investitori dispongono di risorse limitate e sono meno propensi a prestare i propri soldi, come è avvenuto nei periodi successivi allo scoppio della bolla dei titoli tecnologici e a seguito del crollo di Lehman Brothers.

Infine, un'ultima considerazione riguardante il database costruito, benchè relativamente al 1997 si è recuperato un solo prospetto, si può dire che in quell'anno vi sono state parecchie offerte pubbliche iniziali tra cui quella di Aeroporti Roma, Arquati, Cembre, CSP

International, Deroma Holding, Erg, Idrapresse, Manuli Rubber, Sadi S.p.A. Il medesimo discorso può essere fatto anche per il 1998 e il 1999, infatti in questi primi tre anni del periodo d'analisi, i documenti recuperati sono di meno rispetto al numero di offerte pubbliche iniziali che sono realmente avvenute, in quanto allora l'informatica era molto meno diffusa al contrario di quanto non lo sia pervasivamente oggi.

Tutt'altro ragionamento invece deve essere fatto per gli anni che vanno dal 2000 al 2013 (anche se quest'ultimo è solo circa a metà), in questo caso la rarità di prospetti recuperati è sintomo di una reale scarsità di nuove quotazioni, per via del persistere di alcune condizioni e situazioni di mercato sfavorevoli che poco si confacevano con la volontà di una società di sbarcare in Borsa. A tal proposito emblematici sono i casi relativi alle sole 4 IPO risalenti al 2003, alle due avvenute nel 2010 e a quelle singole fatte registrare nel 2009, 2011 e 2012.

### 3.2. Le parole da cercare, delle quali calcolarne le frequenze di comparizione.

All'interno dello studio statunitense viene più volte sottolineato o comunque fatto intendere che per quanto riguarda la procedura di analisi dei testi, i ricercatori hanno fatto affidamento su dei software di text mining in grado, dato un documento in ingresso, di dividerlo in singoli lemmi, indicandone l'occorrenza con cui erano presenti all'interno dello stesso e date in input una serie di parole, di indicare il numero di volte che queste si ripetevano nello scritto.

Per quanto riguarda invece la ricerca qui presentata, le tecnologie informatiche a disposizione erano sicuramente inferiori, tuttavia è stato possibile recuperare un software in grado di svolgere la prima parte dell'analisi appena riportata, ovvero dividere il testo dato in ingresso, in lemmi, indicando le occorrenze di ogni singola parola. Tuttavia esso però non consentiva, date in input delle serie di termini specifici di calcolarne in automatico le frequenze di comparizione.

Quest'ultima fase è stata quindi svolta manualmente. (la Figura 3.1 mostra uno spaccato dell'output ottenibile a seguito dell'analisi eseguita dal software in questione).

<b>WORD</b>	<b>OCC</b>
a	2740
abbandona	2
abbia	33
abbiano	36
abbigliamento	65
abbinamento	1
abbinati	1
abbracciare	1
abbreviati	3
abbuoni	1
ABI	2
abilità	3
abilitati	4
abilitato	1
abiti	7

Figura 3.1. Spaccato dell'output ottenuto dall'analisi del prospetto di Cucinelli 2012.

Affinchè lo studio eseguito fosse significativo, era tuttavia in ogni caso, necessario prendere a riferimento le liste di vocaboli utilizzate dai due ricercatori statunitensi. Essi però, sulla base dei mezzi informatico-analitici dei quali potevano disporre, hanno sviluppato delle classi tonali, (attraverso l'osservazione di svariati testi finanziari), decisamente ricche di componenti da ricercare.

Nella fattispecie, i sei gruppi di lemmi erano così composti: un primo insieme racchiudeva al proprio interno 291 parole d'incertezza (uncertain word list), un secondo intercettava la presenza dei termini di tipo debole modale (weak modal word), esso conta 27 elementi in tutto.

Il terzo gruppo intendeva invece estrapolare la frequenza con cui si ripetono nei diversi testi presi a riferimento, le parole cosiddette negative (negative words), esso si componeva di 2349 lemmi.

Il quarto insieme invece si prefiggeva di individuare le parole definite forti modali (strong modal words) e contava al suo interno 19 elementi.

La quinta lista era invece quella dei termini "positivi" (positive words) e comprendente 354 unità. Infine il sesto e ultimo raggruppamento era quello dei lemmi di estrazione legale (legal words), e includeva 871 termini differenti.

E' facilmente comprensibile, come le liste fin qui descritte costituivano un primo problema fondamentale all'esecuzione dell'analisi riportata. Infatti, oltre al fatto di essere in inglese, e quindi necessitare di un apposito adattamento in italiano, erano anche decisamente troppo numerose, affinché ogni loro elemento potesse venire ricercato a mano, all'interno di tutti i 168 documenti rinvenuti.

### **3.2.1. I risultati della traduzione.**

L'adattamento in italiano delle sei liste tonali contenenti i vocaboli in inglese, è stata un'operazione tutt'altro che banale, per via dei significati plurimi che uno stesso termine può assumere rispettivamente in ambo le lingue, in base al contesto d'utilizzo, o a causa di alcune differenze più tecniche come il ricorso al plurale, al singolare, al maschile, al femminile ecc.. (ad esempio si pensi a lemmi come "utile", il quale può voler dire alternativamente guadagno o indicare qualcosa di funzionale ad una causa, oppure alla parola anglosassone "must" la quale può significare sia necessitare, che avere bisogno, oppure occorrere, dovere...ecc).

Quindi, la fase di traduzione è stata molto delicata, assumendo un'importanza

fondamentale per la buona riuscita dello studio in questione.

Il risultato che ha prodotto è riassumibile entro i seguenti sei insiemi di parole (molto similmente al caso statunitense).

Il primo dei quali, racchiudeva al proprio interno 365 termini d'incertezza, tra cui lemmi come "circa", "rischio", "presumere", "quasi"...ecc.

Il secondo relativo alle parole positive, contava 440 elementi tra i quali "benefici", "soddisfacenti", "garanzia", "buon" ...ecc.

Il terzo inerente ai termini deboli modali comprendeva 36 componenti tra i quali sostantivi come "incertezza", "forse", "quasi", "possibilità"...ecc.

Il quarto era composto da 35 lemmi detti forti modali tra cui "certo", "chiaramente", "definitivamente", "mai"...ecc.

Il quinto invece conteneva al suo interno 716 parole di estrazione legale come "statuto", "amministrazione", "rettifica", "penale"...ecc.

La sesta e ultima lista presentava in essa, 1318 unità atte a valutare con che intensità il tono di un prospetto informativo assumesse carattere negativo. Esempi di quest'ultimi soggetti possono essere vocaboli quali "svantaggio", "difetto", "rottura", "negligenza", "assenteismo", "fallimento"...ecc.

Tra un gruppo e l'altro possono esistere poi delle sovrapposizioni, ovvero un singolo elemento può essere presente in più insiemi. Nelle liste originali di Loughran e McDonald questo aspetto era presente con maggior frequenza, addirittura le weak modal words costituivano un sottoinsieme dell'uncertain word list, con la traduzione si è cercato di limitare in parte, e dove possibile, questo fenomeno, facendo in modo che i diversi raggruppamenti potessero "vivere di vita propria" e andare ad intercettare delle caratteristiche tonali che per quanto simili, almeno non fossero identiche.

Arrivati a questo punto però, non tutti gli ostacoli erano ancora stati superati, per prima cosa, il dover cercare manualmente quasi tremila parole per ognuno dei 168 prospetti recuperati, rischiava di richiedere delle tempistiche non compatibili con quelle a disposizione per compiere codesto studio.

Quindi si è reso indispensabile operare un razionamento dei termini da analizzare.

Chiaramente il tutto ha comportato la perdita di una certa fetta d'informazioni, corrispondenti alle frequenze di comparizione intercettate da quei lemmi la cui ricerca è stata abbandonata. Tuttavia questo trade-off è stato indispensabile ed impossibile da evitare. La spiegazione di come questa scelta è stata operata sarà oggetto del paragrafo successivo.



### **3.3. La creazione del “campione ristretto”.**

Come già accennato alla fine del paragrafo precedente, la numerosità dei lemmi da ricercare, senza poter contare sull'ausilio di un software che, in automatico potesse fare ciò, costituiva senza dubbio un grosso ostacolo alla riuscita dell'analisi in questione. Per superare il tutto si è quindi deciso di calcolare le occorrenze e le frequenze di “comparizione” solo di alcune delle parole suggerite da Loughran e McDonald all'interno delle proprie liste.

Detto ciò il problema fondamentale, consisteva nel trovare un metodo statisticamente valido in grado di portare a tale risultato, comportando la minor perdita d'informazioni possibile.

Banalmente era necessario individuare i termini di ogni gruppo che comparivano con maggior frequenza, tralasciando quelli più “rari”, che poche volte erano contenuti nei diversi prospetti, in modo da minimizzare appunto la quantità di conoscenza tralasciata. Per operare questa suddivisione, e capire quali termini rappresentavano quelli più gettonati nella scrittura dei documenti d'informativa al pubblico, e quali invece lo erano meno, era indispensabile testare le liste di parole di partenza, su al più, un sottoinsieme di testi, che fosse statisticamente rilevante e significativo, del database di partenza, fungendo da tester.

Quindi sin da subito sorse la necessità di creare quello che in questa sede verrà chiamato il “campione ristretto”, ossia tale sottoinsieme di prospetti, presi dalla popolazione d'origine, al fine di analizzare solo su di essi le liste di termini originali.

Ora il problema consisteva però nel sviluppare un meccanismo attraverso cui costruire questo campione in modo che esso fosse realmente rappresentativo della popolazione di partenza.

La prima considerazione mossa, era relativa al fatto che l'arco temporale preso a riferimento, che va dal 1997 al 2013, racchiudeva ben 16 anni, nei quali si sono susseguiti fasi di crescita e di recessione economica, dove le modalità di scrittura, i termini stessi utilizzati potevano variare. Lo stesso si può dire per la loro frequenza di utilizzo, in base

anche all'andamento del ciclo economico in un dato istante. Infatti è facilmente intuibile come in situazioni congiunturali positive i diversi prospetti tendenzialmente, siano portati a contenere più termini positivi e lasciare meno spazio all'incertezza, mentre in momenti sfavorevoli il tono adottato è probabilmente più mesto, e/o incerto a causa magari anche solo di una situazione di recessione generale, nonostante i buoni risultati aziendali.

Nel corso degli anni poi, possono essere cambiate diverse normative o semplicemente venire riviste delle prassi tipiche relative alle IPO in grado di influenzare la lunghezza, la ricchezza informativa e il tono dei diversi documenti presi in esame.

Ad esempio nel corso degli ultimi anni si sta sempre più assistendo ad un trend che porta le aziende a redarre dei documenti maggiormente corposi e ricchi di notizie riguardo l'emittente stesso. Questa tendenza potrebbe tra le altre cose, essere anche il risultato del fatto che, in una situazione di difficoltà economica, dove le risorse a disposizione degli investitori sono poche e il loro utilizzo viene razionato da parte di chi le possiede, decidendo di elargirle solo a fronte di una gran mole d'informazioni. Gli emittenti consapevoli di ciò potrebbero quindi optare per la stesura di prospetti informativi molto ricchi, in grado di convincere anche gli investitori più scettici, circa la bontà dell'investimento che si stanno apprestando a fare.

Appare evidente d'altro canto che in periodi di grande espansione economica quali potevano essere il 1999, il 2000 (prima dello scoppio della bolla dei titoli ".com"), il 2006 e il 2007 (prima del crollo di Lehman Brothers), dove vi era una grande disponibilità di liquidità sul mercato, tutta questa ricchezza informativa non era richiesta e gli investitori erano più propensi ad investire anche a fronte di meno notizie. Chiaramente sotto queste condizioni è facile intuire come, molte aziende approfittando di tali condizioni favorevoli decisero di quotarsi nello stesso periodo.

Altro aspetto da tenere in considerazione è il segmento in cui la società intende sbarcare, infatti i diversi mercati possono prevedere l'applicazione di norme diverse, più o meno stringenti, richiedendo un grado maggiore o minore di completezza informativa.

Ad esempio, le società che s'intendono quotare sul segmento STAR dell'MTA magari sono portate, appunto per il fatto di voler approdare nella sezione dei titoli soggetti ad alti requisiti, (in termini di trasparenza informativa), a redarre dei prospetti più corposi, al contrario, il fatto di volersi quotare sul mercato Expandi, sostituito dal 2003 del mercato ristretto e a sua volta rimpiazzato nel 2009 dall'AIM Italia (su modello di quello londinese), per il fatto di essere dedicato alle PMI e di prevedere delle regole meno ferree in tema di informativa al pubblico, poteva spingere le società a pubblicare dei prospetti più snelli.

(Oggi addirittura le imprese che vogliono quotarsi sull'AIM Italia non sono soggette all'obbligo di stesura dello stesso).

Infine un altro fatto che può incidere in modo piuttosto evidente sulle scelte lessicali circa la scrittura del documento d'informativa al pubblico, è il settore di appartenenza della società che intende quotarsi.

Ad esempio verso la fine degli anni '90 del secolo scorso e durante il 2000, prima dello scoppio della bolla dei titoli “.com”, si è assistito ad un'esplosione di IPO di società operanti nel settore delle telecomunicazioni, dei media, dell'informatica e dell'elettronica. Questi rappresentano dei comparti economici dove l'andamento del mercato è più movimentato e dove le tecnologie sono in continuo sviluppo. In generale quindi in questi segmenti vige un grado maggiore d'incertezza rispetto ad altri, quali l'immobiliare, il tessile o l'automotiv (nonostante la recente crisi).

Una simile diversità di condizione potrebbe riflettersi nelle modalità di stesura dei diversi documenti informativi.

Ritornando al discorso principale, si può dire che è per la serie di ragioni appena riportate, che si è deciso di procedere nel seguente modo nella creazione del “campione ristretto”. (E' necessario però avvisare il lettore, che tutte queste procedure fanno riferimento alla popolazione iniziale composta da 160 prospetti e non dai definitivi 168, in quanto, quando sono state prese queste decisioni, gli ultimi otto elementi aggiuntivi del campione complessivo, non erano disponibili. Comunque, anche con la loro l'aggiunta, la situazione non sarebbe mutata di molto, ed è quindi possibile asserire che in ogni caso il dataset così creato, è significativo e comunque rappresentativo dell'intera popolazione rinvenuta).

### **3.3.1. Lo schema logico seguito durante la costruzione del “campione ristretto”.**

L'idea di fondo era quella di creare un sottoinsieme che fosse il più possibile rappresentativo dell'intero database di partenza (dei 160 prospetti recuperati inizialmente). Per fare questo sono stati seguiti i seguenti passi logico-statistici:

- 1) In primo luogo si è dovuto raggiungere un compromesso circa la numerosità del sottoinsieme in questione e la sua significatività e capacità di rappresentare la popolazione di partenza. Chiaramente un campione molto ampio sarebbe stato in grado di riflettere quasi per intero il database iniziale, ma il tempo per analizzarlo

sarebbe aumentato.

Questa situazione si è risolta decidendo che il “campione ristretto” sarebbe stato composto da 40 elementi, pari al 25% della base di partenza.

- 2) Decisa la numerosità della popolazione da testare, la successiva domanda a cui bisognava rispondere era: come scegliere i diversi prospetti? In primo luogo, al fine di creare un sottoinsieme assolutamente rappresentativo del campione completo, si è pensato di procedere nella seguente maniera, se il database da testare includeva il 25% dei dataset iniziale allora era necessario inserire al suo interno  $\frac{1}{4}$  dei prospetti relativi alle imprese che si sono quotate nei diversi anni, mantenendo in questo caso inalterata la frequenza con cui le società sono sbarcate in Borsa nei calendari presi in considerazione dallo studio sviluppato.
- 3) Arrivati a questo punto era giunto il momento di scegliere, sapendo quanti prospetti inserire da ogni anno, quali scegliere tra i tanti. Per superare queste difficoltà si è deciso di propendere per una soluzione in grado di fare in modo che il “campione ristretto” fosse nuovamente il più possibile rappresentativo di quello di partenza, e quindi i vari elementi sono stati selezionati facendo riferimento alla frequenza con le quali, le varie caratteristiche come l'età aziendale, i settori di appartenenza e il mercato di quotazione erano presenti tra le IPO avvenute in uno stesso anno. Ad esempio per quanto riguarda la prima determinante (l'età), si è calcolata inizialmente quella media per ogni anno, e poi si è andati a vedere quante la superava, quante no e in che misura, in modo da mantenerne più o meno la stessa distribuzione anche all'interno del “campione ristretto”.

Lo stesso si può dire per quanto riguarda il settore d'appartenenza, dove si sono calcolate le occorrenze relative ai segmenti industriali di cui facevano parte le aziende che si erano quotate in uno stesso anno, per tutti quelli del campione, scegliendo di conseguenza, quali prospetti inserire nel sottoinsieme di prova. Infine anche per quanto riguarda il mercato di quotazione si è applicato lo stesso principio, andando a vedere le frequenze con le quali le società intendevano in un uno stesso calendario sbarcare su di un dato mercato di riferimento. In questo caso però, per non complicare eccessivamente il tutto, non è stato tenuto in considerazione il segmento STAR dell'MTA, in quanto i prospetti informativi relativi alle IPO avvenute sul segmento standard di tale mercato o su quello ad alti requisiti erano molto simili in termini di tipologia e ampiezza delle informazioni contenute. Allo stesso modo il Nuovo Mercato oggi è stato accorpato a quello azionario

telematico quindi nemmeno questa distinzione è stata presa in considerazione, mentre si sono considerati quali alternative all'MTA, l'Expandi e il ristretto. Chiaramente la selezione dei documenti da inserire nel “campione di test”, essendo stata eseguita sulla base dell'osservazione di tre caratteristiche differenti contemporaneamente, non poteva essere perfettamente rappresentativa delle stesse nel medesimo istante. A seconda delle diverse casistiche, si è deciso di dare la precedenza ad una piuttosto che all'altra peculiarità in questione, in fase di scelta, in base anche a quanto profondamente esse caratterizzassero la popolazione di partenza. Le decisioni sono state prese quindi utilizzando una buona dose di buon senso, tenendo però sempre ben presente nel fare ciò, il principio di massima aderenza tra il campione ristretto e quello di partenza.

Per rendere più facilmente comprensibile quanto descritto, viene riportato uno spaccato della tabella d'analisi costruita per operare le scelte appena riportate, relativa nella fattispecie al calcolo delle frequenze con cui le aziende si sono quotate nei diversi anni e su che mercato lo hanno fatto. (Figura 3.2).

**Totale prospetti** 160  
**ampiezza campione ristretto** 40

N° prospetti per anno	di cui non MTA	% su campione tot	Num prosp. Da inserire	
1998	1	0,625%	0,25 = 0	
1999	6	3,75%	1,5 = 2	
2000	41	25,625%	10,25 = 10	
2001	17	10,625%	4,25 = 4	
2002	6	1(Ristretto) = 16,67%	3,75%	1,5 = 1 di cui 0 Expandi
2003	4	2,5%	1 = 1	
2004	8	2 (Expandi) = 25%	5%	2 = 2 di cui 1 Expandi
2005	15	5 (Expandi) = 33,33%	9,375%	3,75 = 4 di cui 1 Expandi
2006	21	5 (Expandi) = 23,81%	13,125%	5,25 = 5 di cui 2 Expandi
2007	29	5 (Expandi) = 17,24%	18,125%	7,25 = 7 di cui 1 Expandi
2008	6	4 (Expandi) = 66,67%	3,75%	1,5 = 2 di cui 2 Expandi
2009	1		0,625%	0,25 = 0
2010	2		1,25%	0,5 = 1
2011	1		0,625%	0,25 = 0
2012	1		0,625%	0,25 = 1
2013	1		0,625%	0,25 = 0
<b>totale</b>	<b>160</b>			

Figura 3.2. Spaccato della tabella di analisi per la determinazione del “campione ristretto”.  
 Le percentuali nella colonna “di cui non MTA” indicano la frequenza con cui le aziende si sono quotate nei mercati non MTA nell'anno di riferimento.  
 Le cifre dopo l'uguale nella colonna “Num prosp. Da inserire” fanno riferimento al numero di prospetti di ogni anno da inserire nel “campione ristretto” a seguito delle approssimazioni del caso, affianco a ciò è specificato quanti prospetti prendere in considerazione tra quelli relativi alle aziende che non si sono quotate sull'MTA.

Questa procedura ha portato al seguente risultato, ossia alla costruzione di un "campione ristretto" comprendente nell'ordine i prospetti informativi relativi alle IPO di:

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
1999	Interbanca	MTA
1999	Tiscali	Nuovo Mercato
2000	Datamat	Nuovo Mercato
2000	I.net	Nuovo Mercato
2000	Euphon	Nuovo Mercato
2000	Caltagirone Editore	MTA
2000	Meliorbanca	MTA
2000	Engineering Ing. Inf.	Nuovo Mercato
2000	CAD IT	Nuovo Mercato
2000	Tod's	MTA
2000	Ferretti	MTA
2000	Novuspharma	Nuovo Mercato
2001	Acegas	MTA
2001	I Viaggi del Ventaglio	MTA
2001	Amplifon	MTA
2001	It Way	Nuovo Mercato
2002	Fiera Milano	MTA segmento STAR
2003	Trevisan	MTA segmento STAR
2004	Greenvision	EXPANDI
2004	Panaria Group	MTA segmento STAR
2005	Bioera	EXPANDI
2005	Safilo Group	MTA
2005	IGD Immobiliare Grande Distribuzione	MTA
2005	MARR	MTA segmento STAR
2006	Antichi Pellettieri	EXPANDI
2006	NICE	MTA segmento STAR
2006	Piaggio	MTA
2006	Arkimedica	EXPANDI
2006	Saras	MTA
2007	Toscana Finanza	EXPANDI

<b>Anno di quotazione</b>	<b>Società</b>	<b>mercato di quotazione</b>
2007	Diasorin	MTA segmento STAR
2007	Damiani	MTA segmento STAR
2007	Mid Industry Capital	MTF
2007	D'Amico Shipping	MTA segmento STAR
2007	Il Sole 24 Ore	MTA
2007	Omnia Network	MTA segmento STAR
2008	Enervit	EXPANDI
2008	Ternienergia	EXPANDI
2010	Tesmec	MTA segmento STAR
2012	Cucinelli	MTA

Una volta giunti a determinare il campione ristretto da esaminare e dopo aver tradotto in italiano le sei liste di parole costruite da Loughran e McDonald, si è finalmente in grado di eseguire la vera propria analisi testuale dei prospetti selezionati.

La descrizione dei passi e delle procedure adottate in tale fase sarà l'argomento principale del prossimo paragrafo.

### **3.4. La procedura analitica adottata nello studio del “campione ristretto”.**

All'interno del secondo paragrafo di questo terzo capitolo, si è approfondito il tema relativo alle parole da cercare all'interno dei diversi prospetti informativi e ne è emerso che, esse non sono altro che il frutto della traduzione e del riadattamento in italiano delle sei liste di parole sviluppate dagli stessi Loughran e McDonald, applicabili per l'analisi testuale di qualsiasi documento finanziario, in grado di estrapolarne il tono di fondo.

Il precedente paragrafo invece, è stato dedicato alla descrizione dei passi seguiti al fine di costruire un campione ristretto, rappresentativo di quello di partenza, nel tentativo di abbattere le barriere temporali che l'analisi del database iniziale avrebbe comportato, se fatta a mano dall'utente e se eseguita utilizzando le liste complete, sviluppate dai due ricercatori statunitensi.

Giunti a questo punto si ha quindi a disposizione tutto l'occorrente per iniziare con l'indagine in questione, non manca altro che approfondire la descrizione delle modalità attraverso cui svolgere il tutto.

Ancora una volta il riferimento iniziale è stato proprio lo studio sviluppato da Loughran e McDonald, in esso, i due, hanno specificato di aver eseguito le varie analisi in maniera automatica attraverso un software apposito in grado di ricercare le parole chiave all'interno del testo da indagare.

Prima di fare ciò però, la coppia di docenti statunitense, ha sottolineato il fatto che il documento dato in input al calcolatore era stato preventivamente “trattato” secondo un iter tracciato dagli stessi.

Per prima cosa sono stati eliminati tutti gli elementi che non fossero strettamente testuali quali per esempio grafici, immagini... ecc.

Successivamente sono state eliminate tutte le cifre e infine è stata rimossa una serie di termini, che secondo i due ricercatori, in un certo senso andava a “sporcare” le frequenze di comparizione presentate dalle parole contenute nelle sei liste tonali, in quanto la presenza dei primi andava ad ingigantire il numero di lemmi totali presenti all'interno di un



dato prospetto.

Questi vocaboli racchiusi all'interno di una settima lista vengono chiamati "Stop-Words" ovvero parole da eliminare, da "stoppare".

### **3.4.1. Il processo d'identificazione delle "Stop-Words".**

L'insieme delle Stop-Words, sviluppato sempre da Loughran e McDonald, conteneva i nomi propri di persona, di società e di luoghi. Tutti i termini tecnici tipici di un dato business, di un particolare settore d'attività come potrebbe essere la denominazione dei composti chimici, di specifiche procedure o di operazioni, ed infine tutte le congiunzioni, le preposizioni e gli articoli (sia determinativi che non).

Chiaramente è comprensibile che eliminando tutte le Stop-Words suggerite dai due ricercatori statunitensi, il numero di parole contenute in un documento avrebbe subito un drastico calo, facendo aumentare, e anche di molto, la percentuale di comparizione presentata dalle diverse serie di lemmi da ricercare.

Nuovamente, la mole di parole contenute tra le fila delle Stop-Word è decisamente alta e la loro ricerca nel testo, soprattutto se fatta a mano dall'utente, poteva richiedere molto tempo, in particolar modo se considerata in aggiunta a quella delle sei liste tonali.

Quindi è sorto l'ennesimo trade-off tra l'eliminazione di tutte le stop-word come suggerito da Loughran e McDonald e la lunghezza in termini temporali che una procedura tanto sofisticata avrebbe richiesto.

Sulla base di queste considerazioni si è deciso di procedere in questa maniera. I prospetti recuperati in formato elettronico erano sempre dei file "pdf" contenenti grafici, tabelle, cifre nomi propri e quant'altro.

La prima cosa da fare era quindi trasformare il documento in un file di testo ("txt"), eliminando in prima battuta tutto quello che non era strettamente considerabile come scritto.

Successivamente, per quanto riguarda la questione dei nomi propri si è pensato di procedere nella seguente maniera, benchè ognuno di questi in genere rappresentava una percentuale trascurabile delle parole contenute nel documento, la loro misura congiunta poteva non essere banale. Infatti se ogni nome difficilmente compariva più di qualche decina di volte in tutto il prospetto oggetto d'analisi, rispetto alle svariate decine di migliaia di termini che esso conteneva, l'unione di tutte le loro occorrenze poteva raggiungere anche l'ordine delle migliaia.

La loro vastità però rendeva difficile poterli individuare manualmente uno per uno anche dopo che il software aveva diviso il testo in lemmi.

La soluzione in questo caso era quindi quella di eliminarli prima dell'analisi "automatica", ma ricercare qualsiasi nome proprio, all'interno di ogni pagina del prospetto informativo avrebbe dato vita ad un'operazione troppo lunga ed estenuante, per cui si è pensato di intervenire in questo modo, pur essendo consapevoli che potevano essere sparsi in tutto il documento da analizzare, si era però consci del fatto che probabilmente la loro concentrazione era maggiore nelle parti in cui si faceva riferimento agli assetti proprietari dell'azienda in questione e alla corporate governance della stessa. Infatti era proprio in queste sezioni dove in genere venivano elencati coloro che detenevano la maggior parte del capitale sociale in fase di pre-quotazione, coloro che ricoprivano le cariche più alte come quelle del top management e infine coloro che facevano parte dei vari consigli, sindacale o d'amministrazione che sia.

Quindi si è deciso d'intervenire solo su queste aree, chiaramente pur sapendo che in questo modo non tutti i nomi propri potevano essere eliminati, ma sicuramente una buona fetta di essi si.

La concentrazione invece dei nomi di luoghi geografici era piuttosto dispersa all'interno dei diversi prospetti informativi, quindi si è deciso di non intervenire (rischiando magari di farlo a vuoto), su questa componente, oltretutto alla luce del fatto che, generalmente la loro incidenza sul numero totale di parole contenute in un dato testo oggetto d'esame è piuttosto bassa.

Passando oltre, per quanto riguarda invece l'eliminazione di tutte le cifre, in questo caso è stato provvidenziale l'utilizzo del software in questione, infatti esso in automatico, nella fase di scomposizione del documento in ingresso in lemmi, le individuava tutte e le eliminava in automatico, in quanto non le riconosceva come elementi di testo.

Parlando invece dei termini tecnici il discorso da fare è differente, per una serie di ragioni che verranno descritte nell'immediato proseguo del paragrafo, si è deciso di non agire completamente su questa componente.

Le motivazioni che stanno alla base di tale scelta sono le seguenti, in primo luogo i termini tecnici comunque sono significativi all'interno del prospetto, il loro utilizzo potrebbe dimostrarsi segno di competenza e completezza informativa da parte dell'emittente, eliminando allo stesso tempo anche parte dell'incertezza tipica, relativa al business in cui l'azienda in questione opera.

Un'altra ragione per la quale si è deciso di non eliminare questi vocaboli risiede nel fatto

che essi variano per ogni business e per ogni azienda e la loro identificazione per un occhio non esperto potrebbe non essere facile. Infatti può capitare di considerare come tecnici dei termini che probabilmente non lo sono. Quindi un altro ostacolo che sorge in questo caso, è quello relativo alla loro identificazione in modo univoco.

Il rischio che si corre estendendo eccessivamente quest'area, eliminando cioè troppe parole in modo non appropriato, è quello di ottenere una modifica forzata e fuori luogo del numero di lemmi totali contenuti all'interno dei diversi prospetti informativi, spingendo verso l'alto, in maniera artificiale, le frequenze di comparizione delle diverse liste di parole chiave.

Per evitare d'incorrere in questi pericoli si è preferito tralasciare tale fase di ricerca.

A fronte di tutte queste considerazioni è bene poi sottolineare un fattore che forse finora non è stato ancora sufficientemente posto in evidenza.

L'eliminazione delle Stop-word e il "trattamento" dei prospetti suggerito dai due ricercatori statunitensi in questo caso, non si limita ai documenti relativi al solo campione ristretto, ma bensì a tutti i 168 testi recuperati, ecco dunque perchè il tempo che occorre per svolgere una data procedura assume in questo paragrafo una valenza assai elevata, infatti anche un'operazione che potrebbe sembrare non molto time-consuming se posta in relazione all'analisi di un solo documento, se moltiplicata per 168, ovvero il numero di volte che va ripetuta, potrebbe diventarlo pesantemente. Ancora più evidente appare poi il fatto che se per ogni prospetto le Stop-Word da cercare dovessero variare (come ad esempio nel caso della ricerca dei termini tecnici), i tempi per eseguire le suddette attività potrebbero aumentare in maniera quasi esponenziale, all'incrementare del numero di volte che vanno rifatte.

Riprendendo il discorso precedente, si è già spiegato come ci si è comportati nei confronti della generalità dei nomi propri, nei confronti delle cifre e di quella dei termini tecnici, manca da approfondire come si è deciso di procedere per quanto riguarda gli articoli, le preposizioni e le parole composte da una singola lettera come potrebbero essere "e", oppure "o".

In questo caso data la loro distribuzione pressochè uniforme all'interno dei prospetti informativi, la ricerca ex-ante, prima dell'applicazione del software è stata immediatamente scartata, in quanto considerata non praticabile.

La riflessione si è quindi spostata alla loro individuazione a posteriori, cioè dopo che il programma informatico avesse diviso il testo in lemmi.

Ancora una volta però, la ricerca di tutte le preposizioni semplici (di, a, da, in, con, su, per,

tra, fra), di quelle articolate (che in totale sono più di 40), degli articoli determinativi (i, lo, la, li, gli, le, l') e di quelli indeterminativi (un, un', una, uno) sarebbe risultata troppo dispendiosa, soprattutto alla luce del fatto che essa la si sarebbe dovuta ripetere in occasione dell'analisi di tutti i 168 prospetti rinvenuti.

A fronte di ciò si è deciso di procedere in questa maniera, per prima cosa si è rinunciato alla ricerca delle preposizioni articolate, sia per un motivo di numerosità sia per il fatto che comunque spesso e volentieri esse non erano molto frequentemente presenti all'interno dei testi analizzati, o comunque lo erano meno di altre parole come gli articoli determinativi.

Successivamente si è optato per tralasciare anche la ricerca degli articoli indeterminativi, non tanto per la loro numerosità (in realtà sono solo quattro), o per il fatto che essi fossero poco presenti, (al contrario, in genere la loro frequenza di comparizione pesava per oltre l'1% sull'intero numero di lemmi presenti, all'interno di un qualsiasi prospetto informativo). Tale scelta quindi è stata effettuata soprattutto perchè si è notato che, a volte il loro significato non poteva essere ignorato e anzi risultava determinante affinché gli investitori si facessero una precisa idea attorno ad una certa eventualità.

In altre parole, gli articoli indeterminativi indicano sì un soggetto generico senza operare dei riferimenti particolari, e da qui infatti il loro nome, tuttavia essi implicano allo stesso tempo anche una misura di quantità. Il software però, non è in grado di differenziare le due funzioni, ad esempio non può operare alcuna discriminazione circa la parola “un” usata in contesti e con valenze del tutto differenti, come nei seguenti casi:

- 1) Un tempo la società operava solo all'interno dei confini italiani.
- 2) Gli utili della società sono calati di un milione di euro nel 2002.

Nel primo caso il termine analizzato sta a significare qualcosa che accadeva molto tempo addietro, mentre nel secondo caso indica una quantità.

Sulla base di quest'osservazione, si è preferito non intervenire in alcun modo in corrispondenza della suddetta classe di vocaboli.

In un secondo momento si è propeso per l'abbandono della ricerca anche di quasi tutte le preposizioni semplici, ancora una volta le cause principali che hanno portato a tale decisione sono state: la loro numerosità, non trascurabile se rapportata ai 168 prospetti informativi da esaminare e il fatto che, anche in questo caso, il loro significato poteva variare, diventando non banale, se utilizzate entro particolari contesti.

Ad esempio il termine “di” potrebbe racchiudere diversi significati, si pensi ad esempio alle frasi: “il brevetto è di Tiscali Spa” e “Le consegne vengono eseguite in genere di martedì,

giovedì e venerdì”. Nel primo caso il “di” indica un possesso, nel secondo no. Ma ancora una volta il software non era in grado di differenziare le due casistiche.

### **3.4.2. Le “Stop-Words” considerate nel corso dello studio riportato all'interno della presente relazione.**

All'inizio del capoverso precedente si è detto che quasi tutte le preposizioni semplici non sono state prese in considerazione durante la fase d'identificazione delle Stop-Words, non che la loro totalità non lo fosse stata. In particolare si è deciso d'inserire tra le parole da eliminare una sola di esse, ovvero la parola “a” e questo per una serie di ragioni.

In primis essa si presentava come una perfetta candidata in quanto era un termine composto da una singola lettera e Loughran e McDonald nel loro studio suggerivano esplicitamente l'eliminazione di questo tipo di termini, non racchiude al proprio interno particolari significati contrastanti e compare all'interno dei diversi testi in maniera molto frequente, pesando per almeno l'1% sulle occorrenze totali di un documento.

Proseguendo, un discorso completamente diverso lo meritano invece gli articoli determinativi “il”, “lo”, “la”, “i”, “gli”, “le”, “l”.

Infatti tutta questa categoria lessicale è stata, al contrario di quanto accaduto per quelli indeterminativi, inserita all'interno della lista di Stop-Words da eliminare.

Essi infatti si presentavano come dei candidati ideali in quanto, nessuno di loro era soggetto a dei problemi di molteplicità dei significati, ognuno di essi (ad esclusione di “lo” in qualche caso), era presente con delle frequenze molto elevate all'interno dei documenti analizzati, che se sommate andavano ad incidere per una percentuale che variava in media dal 6% all'8% delle occorrenze totali di un testo, (una fetta decisamente notevole).

L'unico articolo determinativo, potenzialmente inseribile tra le Stop-Word, ma che poi non è stato preso in considerazione è stato “li”, in quanto esso compariva in maniera tanto poco frequente, che ai fini dello studio qui presentato, il fatto di considerarlo o meno tra le parole da eliminare non avrebbe prodotto alcuna differenza in termini numerici, ma al contrario l'eventualità di abbandonarne la ricerca avrebbe fatto risparmiare un po' di tempo. Quindi erano sicuramente maggiori i vantaggi che non gli svantaggi nel non porlo all'interno dell'insieme delle Stop Words.

Infine, gli ultimi due vocaboli presi in considerazione tra i papabili da inserire nella lista delle parole da eliminare sono stati “e” e “o”.

Dei due solo il primo è stato, al termine di tutte le riflessioni del caso, scelto quale nuovo

membro di tale categoria lessicale. Esso infatti aveva tutte le “carte in regola” per essere ammesso all'interno della suddetta lista, infatti non presentava dei significati molteplici ed era presente all'interno di tutti i testi con una frequenza molto elevata.

Qualche delucidazione in più è necessaria invece per spiegare il perchè dell'esclusione dall'insieme delle Stop-Words del termine “o”.

In primo luogo esso è vero che non presenta una molteplicità di significati, ma tuttavia quello che incorpora in un certo qual modo potrebbe essere, soprattutto se usato in maniera molto frequente, un sintomo di incertezza agli occhi di un possibile investitore intento a leggere un prospetto informativo. Ovviamente il grado d'incertezza che sottintende non è paragonabile ad altre parole, magari usate con accezioni più negative, quali “rischio”, “variabilità”...ecc. E quindi non è tale da poter essere inserito entro le parole chiave deboli modali o d'incertezza, ma sicuramente la sua valenza all'interno di una frase potrebbe essere non trascurabile.

Un'altra considerazione che può essere fatta sempre in relazione al vocabolo in questione e che, ha influito sulla scelta di non inserirlo tra le parole da eliminare, risiede nel fatto che esso costituisce l'abbreviazione di un altro termine che è “oppure”, quindi la frequenza con la quale compare tende ad essere spinta verso il basso e diventare meno significativa di quella di molte altre parole, perchè coloro che si occupano della stesura dei prospetti informativi possono decidere di usare alternativamente questi due lemmi, che di fatto incorporano lo stesso significato.

Sulla base di queste ragioni si è deciso di non inserire il termine “o” tra quelli da eliminare mentre il lemma “e” sì.

Dopo questa lunga spiegazione caso per caso, si è giunti quindi alla determinazione della lista finale di Stop-Words, ovvero di parole da togliere, in occasione dell'esame di tutti i testi costituenti il database di partenza, le quali occorrenze non vanno tenute in considerazione, nel conteggio di quelle totali di un dato documento oggetto d'analisi.

Essa quindi comprende i seguenti nove vocaboli, (riportati per motivi di spazio a pagina seguente):

- 1) Il
- 2) Lo
- 3) La
- 4) I
- 5) Gli
- 6) Le
- 7) L'
- 8) A
- 9) E

Questa lista è stata applicata, senza mai subire alcuna modifica, a seguito dell'utilizzo del software d'analisi, in occasione dello studio del tono presentato da ognuno dei 168 prospetti informativi rinvenuti, costituenti il campione complessivo.

### **3.4.3. Il processo d'analisi vero e proprio dei prospetti appartenenti al “campione ristretto”.**

Dopo aver definito il campione ristretto di prospetti da analizzare, aver identificato le parole chiave da ricercare e le Stop-Words da eliminare non restava altro da fare se non eseguire le analisi.

Entro questa sezione s'intende quindi mostrare quali sono stati i vari passi seguiti, durante l'esame dei diversi prospetti appartenenti al database ristretto. Per aiutare il lettore nella comprensione del tutto, si prenderà come esempio dimostrativo in questo caso, l'esame del documento relativo all'IPO di Tiscali 1999.

Come esplicitato nel paragrafo precedente le prime operazioni svolte sono state sicuramente quelle di preparazione del testo, trasformandolo da “pdf” a “txt”, eliminando tutto quello che non fosse strettamente testuale.

Dopodichè sempre prima di dare il file “trattato” in input al software, si sono eliminati, nel limite del possibile, gli elenchi relativi ai nomi propri di persona.

Una volta fatto ciò i documenti così ottenuti (uno per ogni prospetto), sono stati dati finalmente in ingresso al programma d'analisi, il quale li ha suddivisi nella serie di lemmi che contenevano, restituendo in uscita una tabella composta da due colonne dove nella prima venivano elencati tutti i vocaboli disposti in ordine alfabetico, riconosciuti dal

software all'interno dello scritto analizzato e nella colonna affianco venivano riportate le loro occorrenze, ovvero il numero di volte che essi comparivano all'interno dello stesso. Nonostante il tutto fosse già stato mostrato all'interno della Figura 3.1 (paragrafo 3.2. capitolo 3), è necessario per ragioni di completezza, ma anche solo per poter proseguire nel discorso senza perderne il filo, riproporre lo stesso (nella Figura 3.3), ovviamente in questo caso per quanto riguarda il caso di Tiscali 1999.

<b>Parole del prospetto info Tiscali 1999</b>	<b>Occorrenze</b>
a	632
abbia	2
abbiamo	4
abbiano	8
abbinare	1
abbonamenti	4
abbonamento	18

Figura 3.3. Spaccato dell'output ottenuto dopo che il software ha analizzato il prospetto di Tiscali 1999.

Giunti a questo punto, lo step successivo è quello di calcolare le occorrenze totali presenti nel prospetto come somma di quelle singole, relative alle diverse parole che il software ha riconosciuto.

In pratica in questo modo non si fa altro che conteggiare il numero di termini totali che il testo contiene, o meglio che il programma informatico ha riscontrato all'interno del documento datogli in input.

Fatto ciò l'operazione successiva riguarda la ricerca delle nove Stop Words selezionate, (riportate all'interno del paragrafo precedente), o meglio la raccolta delle loro occorrenze, delle quali si fa la somma e la si sottrae a quella relativa al numero di parole totale calcolato al punto precedente, in quanto le Stop Words vanno tolte e le loro frequenze di comparizione non tenute in considerazione, nel computo del numero di termini totali presentato da un dato prospetto informativo nella sua interezza.

In genere il numero di apparizione dei lemmi da cancellare rappresenta circa il 10%-12% delle occorrenze totali di un qualsiasi elaborato esaminato.

La Figura 3.4 (pagina seguente), riporta quanto appena descritto sempre facendo riferimento al caso di Tiscali 1999.



<b>Lista Stop Words</b>	<b>Occorrenze Stop Words</b>	<b>Occorrenze totali</b>	<b>37922</b>
il	564	<b>Occorrenze normalizzate</b>	<b>33962</b>
lo	20		
la	594		
i	451		
gli	93		
le	287		
e	921		
a	632		
l'	398		
<b>Totale</b>	<b>3960</b>		

Figura 3.4. Computo delle occorrenze totali, normalizzate e di quelle relative alle Stop Word, per il prospetto di Tiscali 1999.  
 Con "Occorrenze totali" s'intende il numero di parole presenti all'interno del prospetto informativo.  
 Con il nome di "Occorrenze normalizzate" s'intendono quelle totali del documento meno quelle relative alle Stop Word.

Posti a conoscenza di queste informazioni, è possibile calcolare la frequenza assoluta e normalizzata con cui ogni parola compare all'interno del prospetto informativo.

La prima viene ricavata dividendo l'occorrenza riferita al termine in questione per quella totale relativa al documento intero.

La seconda invece la si ottiene dividendo sempre l'occorrenza riferita al termine in questione, non per quella totale come avveniva in precedenza, ma questa volta per quella normalizzata, ottenuta come sottrazione tra quella complessiva e il numero di volte con cui le Stop Word comparivano all'interno dell'intero testo.

Nuovamente per facilitare la comprensione del lettore, quanto appena descritto viene riportato visivamente, facendo riferimento al caso di Tiscali 1999, nella Figura 3.5 (pagina seguente).

Ad esempio 632 è il numero di volte che la parola "a" compare all'interno del documento, il quale rappresenta circa l'1,67% delle occorrenze totali, lo stesso diventa più o meno l'1,86% se non si considerano tra quest'ultime quelle relative alle Stop-Words.

<b>Parole del prospetto info Tiscali 1999</b>	<b>Occorrenze</b>	<b>Frequenze assolute</b>	<b>Frequenze normalizzate</b>
a	632	0,0166657877	0,0186090336
abbia	2	5,27E-005	5,89E-005
abbiamo	4	0,0001054797	0,0001177787
abbiano	8	0,0002109593	0,0002355574
abbinare	1	2,64E-005	2,94E-005
abbonamenti	4	0,0001054797	0,0001177787
abbonamento	18	0,0004746585	0,0005300041
abbonati	59	0,0015558251	0,0017372357
abbonato	1	2,64E-005	2,94E-005
abbonato	4	0,0001054797	0,0001177787
abbreviata	1	2,64E-005	2,94E-005
abbuoni	1	2,64E-005	2,94E-005
abilitare	1	2,64E-005	2,94E-005
abilitati	4	0,0001054797	0,0001177787
abitanti	1	2,64E-005	2,94E-005
abitudine	1	2,64E-005	2,94E-005

Figura 3.5. Spaccato della tabella comprensiva del calcolo delle frequenze assolute e normalizzate relative all'intensità con la quale ogni lemma, presente all'interno del prospetto informativo di Tiscali 1999, compare nello stesso.

Il simbolo E-005 significa che il risultato in una data cella è pari al numero che lo precede moltiplicato per 10 alla -5.

Calcolato ciò, il prossimo e penultimo step, nonché il più time-consuming di tutti è quello di andare a ricercare le occorrenze, le frequenze assolute e quelle normalizzate per ognuna delle 365 parole contenute all'interno della lista d'incertezza, delle 440 invece inserite all'interno di quella dei termini positivi, dei 36 e 35 lemmi che rispettivamente riempivano l'insieme dei vocaboli deboli e forti modali, nonché dei 716 e 1318 termini che nell'ordine costituivano le liste iniziali relative alle parole legali e negative.

Una volta fatto questo era di fondamentale calcolarne di volta in volta i totali, (le somme per ogni classe intera), che rappresentavano rispettivamente, il numero di volte e le frequenze sia assolute che normalizzate con le quali la data lista di vocaboli considerata, appariva all'interno dell'intero prospetto informativo esaminato.

Per problemi di spazio sarà presentato, nella pagina seguente, a titolo di esempio quanto fatto per i soli termini forti modali (ovvero il gruppo meno numeroso), relativamente al

prospetto informativo di Tiscali 1999. (Figura 3.6, pagina seguente).

Ad esempio la Figura 3.6 mostra che le parole forti modali, per quanto concerne il testo preso a riferimento, compaiono in totale 87 volte, che rappresenta lo 0,2294% dei termini complessivi contenuti in esso, che diventa lo 0,256% se si escludono le occorrenze relative alle Stop Words.

#### **3.4.4. Il passo chiave della procedura: il calcolo delle frequenze relative.**

Infine L'ultimo e forse più importante step ai fini della determinazione delle liste di parole chiave finali è quello che riguarda il calcolo delle cosiddette frequenze relative.

Cosa sono? Sono delle frequenze appunto, che rappresentano quanto spesso una parola appartenente ad una delle sei liste tonali compare all'interno di un dato prospetto informativo, in relazione però questa volta, non a tutti gli altri termini contenuti nel documento esaminato, ma solo a quelli facenti parte della stessa classe di vocaboli chiave, nella quale rientra anche l'elemento in questione.

In altre parole questo non è altro che un calcolo di quanto frequentemente una parola compare, rispetto alle altre appartenente al suo medesimo gruppo.

Numericamente non è altro che l'occorrenza di un dato lemma diviso per quella complessiva relativa alla lista tonale a cui esso appartiene, che è la somma del numero di volte con la quale compaiono all'interno del documento in questione, tutti i lemmi facenti parte di quello specifico insieme.

Per spiegare meglio il tutto si prende a riferimento quanto fatto per il prospetto informativo di Tiscali 1999, ancora una volta per le sole parole forti modali (in quanto sono le meno numerose).

Come si può vedere dalla Figura 3.7 a pagina 108, ad esempio il termine “senza” compare 18 volte all'interno di tale testo, mentre l'occorrenza totale della lista è pari ad 87, questo significa che complessivamente tutte le parole inserite in essa compaiono 87 volte nel corso del documento preso a riferimento. La frequenza relativa del vocabolo “senza” non sarà altro che  $18/87$  ovvero il numero di volte che esso compare/ il numero di volte che un lemma appartenente all'insieme delle forti modali si manifesta.

Il risultato è pari a 0,2069 e questo significa che nel 20,69% dei casi, (più o meno una volta su cinque), quando all'interno del prospetto informativo di Tiscali 1999, compare un vocabolo appartenente al gruppo dei forti modali, esso è proprio il termine “senza”.

Come si vedrà meglio nel capitolo seguente, queste osservazioni sono di fondamentale

importanza per poter operare una corretta costruzione delle liste definitive di parole chiave, infatti sarà proprio la frequenza relativa ad indicare quando un elemento è comune e quindi assume un'importanza primaria all'interno di una data classe tonale o quando al contrario esso compare raramente e quindi la sua presenza all'interno di uno dei sei insiemi è trascurabile.

(Figura 3.6).

<b>Parole forti modali</b>	<b>Occorrenze</b>	<b>Frequenze assolute</b>	<b>Frequenze normalizzate</b>
bassa	2	5,27E-005	5,89E-005
basse	1	2,64E-005	2,94E-005
bassi	3	7,91E-005	0,000088334
basso	2	5,27E-005	5,89E-005
certa	0	0	0
certamente	0	0	0
certe	1	2,64E-005	2,94E-005
certi	0	0	0
certo	0	0	0
chiaramente	0	0	0
definitivamente	0	0	0
deve	7	0,0001845894	0,0002061127
devono	10	0,0002636992	0,0002944467
esplicitamente	0	0	0
fortemente	1	2,64E-005	2,94E-005
indiscusso	0	0	0
inequivocabile	0	0	0
inequivocabili	0	0	0
inequivocabilmente	0	0	0
insuperabile	0	0	0
insuperata	0	0	0
insuperabili	0	0	0
insuperate	0	0	0
mai	0	0	0
massima	1	2,64E-005	2,94E-005
massime	3	7,91E-005	0,000088334
massimi	1	2,64E-005	2,94E-005
massimo	29	0,0007647276	0,0008538955
meglio	1	2,64E-005	2,94E-005
migliore	0	0	0
migliori	0	0	0
sempre	7	0,0001845894	0,0002061127
senza	18	0,0004746585	0,0005300041

(Continuo Figura 3.6).

Parole forti modali	Occorrenze	Frequenze assolute	Frequenze normalizzate
sicuramente	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>87</b>	<b>0,0022941828</b>	<b>0,0025616866</b>

Figura 3.6. Spaccato del foglio di analisi del prospetto informativo di Tiscali 1999, comprendente la lista di parole forti modali, le relative occorrenze, frequenze assolute e normalizzate.

Il simbolo E-005 significa che il risultato in una data cella è pari al numero che lo precede moltiplicato per 10 alla -5.

(Figura 3.7).

Parole forti modali	occorrenze	Frequenze assolute	Frequenze normalizzate	Frequenze relative
bassa	2	5,27E-005	5,89E-005	0,0229885057
basse	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529
bassi	3	7,91E-005	0,000088334	0,0344827586
basso	2	5,27E-005	5,89E-005	0,0229885057
certa	0	0	0	0
certamente	0	0	0	0
certe	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529
certi	0	0	0	0
certo	0	0	0	0
chiaramente	0	0	0	0
definitivamente	0	0	0	0
deve	7	0,0001845894	0,0002061127	0,08
devono	10	0,0002636992	0,0002944467	0,1149425287
esplicitamente	0	0	0	0
fortemente	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529
indiscusso	0	0	0	0
inequivocabile	0	0	0	0
inequivocabili	0	0	0	0
inequivocabilmente	0	0	0	0
insuperabile	0	0	0	0
insuperata	0	0	0	0
insuperabili	0	0	0	0
insuperate	0	0	0	0
mai	0	0	0	0
massima	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529
massime	3	7,91E-005	0,000088334	0,0344827586
massimi	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529
massimo	29	0,0007647276	0,0008538955	0,3333333333
meglio	1	2,64E-005	2,94E-005	0,0114942529

(Continuo Figura 3.7).

<b>Parole forti modali</b>	<b>occorrenze</b>	<b>frequenze parole</b>	<b>frequenze normalizzate</b>	<b>frequenze relative</b>
migliore	0	0	0	0
migliori	0	0	0	0
sempre	7	0,0001845894	0,0002061127	0,0804597701
senza	18	0,0004746585	0,0005300041	0,2068965517
sicuramente	0	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>87</b>	<b>0,0022941828</b>	<b>0,0025616866</b>	<b>1</b>

Figura 3.7. Spaccato del foglio di analisi del prospetto informativo di Tiscali 1999, comprensivo della lista di parole forti modali, delle relative occorrenze, delle frequenze assolute, di quelle normalizzate e di quelle relative, calcolate come occorrenze di un singolo vocabolo/ occorrenze totali della lista di termini.

Il simbolo E-005 significa che il risultato in una data cella è pari al numero che lo precede moltiplicato per 10 alla -5.

### **3.5. L'iter statistico-analitico adottato in fase di determinazione delle liste di parole chiave definitive.**

La conclusione del paragrafo precedente era coincisa con la spiegazione delle modalità d'analisi di tutti i prospetti contenuti nel database ristretto. Una volta terminata quella fase si avevano tutti gli elementi a disposizione per poter finalmente procedere alla creazione delle liste di parole chiave definitive, che altro non sono se non un sottoinsieme di quelle di partenza, derivanti dall'adattamento in italiano di quelle originali costruite da Loughran e McDonald.

Il problema principale in questo stadio è consistito nel determinare quale termine potesse essere considerato significativamente importante da un punto di vista statistico.

L'obiettivo da raggiungere era quindi quello di creare una sorta di iter procedurale di scelta, il più possibile rigoroso e analiticamente valido, che permettesse l'individuazione in maniera univoca di tutti i termini posti all'interno delle diverse liste di parole, che fossero in grado di spiegare la maggior parte della frequenza, con cui i vocaboli del loro stesso insieme tonale comparivano all'interno di un dato prospetto informativo.

Nell'ultimo paragrafo del capitolo precedente si è già accennato che durante questa fase avrebbe assunto un'importanza fondamentale il calcolo delle frequenze relative.

Queste infatti sono ottenute dividendo il numero di volte con cui un vocabolo appartenente ad una data lista compariva all'interno del documento oggetto di analisi e la somma delle occorrenze di tutti i termini contenuti all'interno della stessa classe lessicale.

La frequenza relativa di un lemma, statisticamente parlando, indica la probabilità che la prossima volta che compaia all'interno di un dato prospetto informativo, una parola appartenente ad uno dei sei insiemi tonali, essa sia proprio quella per la quale si sta per l'appunto prendendo in considerazione la sua frequenza relativa.

Concettualmente parlando invece, tale misura indica quanto un termine è frequente, rispetto a quelli appartenenti al suo stesso gruppo tonale, ovvero quanto spesso compare all'interno del testo che si sta analizzando, in relazione alla facilità con cui si manifestano le altre parole del suo stesso insieme.

Infine la frequenza relativa di un vocabolo può essere interpretata anche, come la quota parte della frequenza totale, con la quale un gruppo lessicale è presente all'interno di un dato prospetto informativo, spiegata dal termine stesso preso in considerazione.

Sulla base di queste congetture è comprensibile come mai, in questa fase tale grandezza, assume un ruolo da assoluta protagonista, infatti sarà proprio sulla base di essa che si deciderà quali termini prendere in considerazione nella costruzione delle classi di parole chiave definitive e quali invece verranno scartati in quanto ritenuti poco significativi.

Dopo aver quindi individuato cosa andare a misurare, per completare questo stadio dello studio, era però necessario rispondere ad un'altra domanda, ossia come eseguire il tutto?

### **3.5.1. La procedura teorica di riconoscimento delle parole più significative.**

Giungere alla risposta del quesito appena proposto, non è stato semplicissimo, il primo ostacolo da superare era infatti quello, relativo alla determinazione delle soglie limite oltre le quali, una parola all'interno di una lista poteva venire considerata significativa o meno. Ancora una volta è sorto un altro trade-off inevitabile.

Scegliere delle soglie di significatività molto basse, ad esempio considerare come importanti tutti i vocaboli di una classe che intercettavano almeno l'1% della frequenza di comparizione complessiva della stessa, permetteva di catturare quasi tutte le occorrenze con le quali tale insieme tonale si palesava all'interno di un prospetto informativo, ma d'altra parte imponeva la scelta di un numero di parole che comunque rimaneva troppo elevato.

Il trade-off consisteva quindi nel fatto che, più in basso si sarebbe fissata la soglia di significatività limite, maggiore sarebbe stata l'accuratezza del modello risultante, ossia, le liste definitive risultanti avrebbero potuto godere di occorrenze totali e di frequenze di comparizione più alte, ma allo stesso tempo sarebbe aumentato in modo esponenziale, anche il numero di termini che avrebbero dovuto contenere.

Quest'incertezza di fondo, relativa alle soglie di significatività da impostare in fase di selezione, non riguardava poi solo il valore che esse avrebbero dovuto assumere, ma anche il fatto che non si sapeva se dovevano rimanere uguali per tutti i prospetti e/o per tutte le differenti classi lessicali.

Per poter abbattere questo velo d'indecisione e poter avviare a tutti questi ostacoli si è deciso di operare delle scelte di buon senso, procedendo nella seguente maniera.

L'obbiettivo di fondo era quello di arrivare a definire delle liste di parole chiave che



contenessero solo i termini in grado d'intercettare la maggior parte della frequenza di comparizione complessiva, della categoria tonale di cui facevano inizialmente parte. La prima decisione che è stata presa ha riguardato il numero di parole massimo che s'intendeva ottenere a seguito della presente analisi.

Lo scopo ed anche il vincolo, era quello di non andare oltre le 50 – 60 unità da inserire complessivamente in tutte le liste definitive, e non in ognuna di esse.

Sulla base di questo valore limite sono poi stati fissati gli altri parametri.

Prima di passare subito alle decisioni numeriche, si è però sin da subito osservato, come era impossibile trovare delle soglie di significatività che andassero bene allo stesso tempo per tutte le liste tonali, per via della diversissima numerosità delle stesse, infatti quelle contenenti ad esempio i vocaboli deboli modali e forti modali erano composte in linea di massima da 30 – 40 unità, mentre invece quelle legali e negative erano composte rispettivamente da circa 700 e 1300 elementi.

Appare evidente come statisticamente, più un insieme racchiude al proprio interno meno elementi e più questi assumeranno in linea di massima una significatività maggiore, mentre invece più esso è ampio, più la loro importanza, se presi singolarmente tende a decrescere.

In base a ciò, è apparso fin dalle battute iniziali, impossibile stabilire una soglia univoca per tutte le diverse classi di parole, quindi a rigor di logica quelle inerenti agli insiemi meno numerosi sarebbero dovute essere necessariamente più elevate, mentre invece quelle relative a quelli più densamente popolati sarebbero dovute essere assai più basse.

Delineato anche questo aspetto del problema, l'ultimo ostacolo da superare, prima di poter tradurre il tutto in termini numerici consisteva nello scegliere se utilizzare le stesse soglie per le medesime liste di parole nell'analisi dei diversi prospetti, oppure variarle di volta in volta in base alle peculiarità presentate da ognuno di essi.

Questa volta si è cercato di mantenere tali valori limite quanto più possibilmente uniformi nei diversi casi.

Infatti è vero che ogni prospetto informativo può in linea di massima presentare un tono particolare che lo caratterizza e che sia differente da quello degli altri, tuttavia tali disuguaglianze non dovrebbero essere almeno in linea di principio, tanto marcate da dover imporre l'utilizzo di soglie di significatività diversificate, per una stessa lista di termini, o comunque operando in questa maniera, almeno si sarebbe evitato di correre il rischio di commettere delle discriminazioni, in grado di far perdere gran parte delle diverse sfumature tonali presentate dai vari documenti oggetto d'esame.

Attraverso questa riflessione si è concluso che le soglie limite di significatività relative ad una data lista di parole chiave, avrebbero dovuto mantenersi inalterate nel corso dell'indagine dei diversi prospetti informativi. Tuttavia è bene anticipare già da ora, che come sovente accade nel caso della statistica, anche in questo studio, alcuni testi hanno costituito una sorta di outlier e che quindi, seppur solo in relazione a qualche rara situazione, è accaduto che questi valori venissero modificati passando di documento in documento.

Quindi riassumendo, nella fase di determinazione delle soglie di significatività si è dovuto superare un trade-off ottenuto attraverso l'azione di più forze, da un lato è stato posto il vincolo che il numero di parole massimo, che sarebbero dovute essere inserite all'interno delle diverse liste definitive, non doveva complessivamente superare le 50-60 unità, da un altro lato invece era stata posta la condizione, anche se mai esplicitata in termini numerici, che gli insieme definitivi risultati dovevano essere il più possibile significativi e in grado di intercettare la maggior parte delle frequenze di comparizione dei gruppi di termini iniziali, lo stesso discorso poi doveva essere fatto ricadere anche sui singoli componenti di ognuno di essi.

Infine vi era una terza forza che spingeva affinché i valori limite, attraverso cui prendere le diverse decisioni, fossero per lo più uguali per le stesse liste riferite a prospetti differenti, per limitare le disuguaglianze di trattamento tra di essi, ma rispettando allo stesso tempo il principio che quelli riferiti ad insieme tonali disuguali potevano differire tra di loro in base alle caratteristiche di quest'ultimi, rispettando la logica che, tanto più essi erano numerosi al loro interno, tanto più le soglie di significatività dovevano necessariamente essere basse e viceversa.

Definita questa sequela di preamboli, è giunto finalmente il momento di tradurre quanto riportato finora, in numeri.

### **3.5.2. La traduzione numerica della modalità teorica di riconoscimento delle parole più significative.**

Le scelte numeriche sono state eseguite utilizzando quanto più buon senso possibile, facendo però sempre costante riferimento al trade-off descritto al termine della sezione precedente.

Sicuramente il compito più semplice è stato il determinare i livelli di sbarramento per la significatività, espressa come frequenza relativa dei singoli termini, per le liste di parole

deboli e forti modali.

Essa è stata posta per tutti i 40 prospetti informativi, appartenenti al campione ristretto, pari al 10%. Ovvero, sono stati considerati come significativi tutti gli elementi che all'interno di tali insiemi intercettavano e rappresentavano almeno 1/10 delle occorrenze complessive degli stessi.

La scarsa numerosità di questi due gruppi di parole ha fatto in modo che i movimenti tendenziali al proprio interno fossero meno marcati che in altri, rendendo in questo modo possibile mantenere la soglia spartiacque stabile e costante nel tempo, per l'intero campione preso a riferimento.

Inoltre le frequenze intercettate in questo modo sono sempre state piuttosto alte, andando da un minimo del 58% per Damiani 2007, ad un massimo del 96% per Enervit 2008, mantenendosi comunque quasi sempre al di sopra del 70% per quanto riguarda le parole deboli modali (Tabella 3.1), mentre per quelle forti modali la massima significatività intercettata è stata quella osservata per D'amico Shipping 2007 pari all'87,68%, per contro, quella minima è stata del 55,68% registrata per Bioera 2005. Anche in questo caso il suo valore medio è stato decisamente alto, attestandosi tra il 65% e il 70% (Tabella 3.2 pagina seguente).

<b>Prospetto info Damiani 2007</b>		<b>Parole deboli modali (significative)</b>
		eventualmente
<b>Parole con frequenza &gt;10%</b>		potrebbero
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,5803</b>	può

<b>Prospetto info Enervit 2008</b>		<b>Parole deboli modali (significative)</b>
		eventualmente
<b>Parole con frequenza &gt;10%</b>		possibile
		possibilità
		potrebbe
		potrebbero
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,96</b>	può

Tabella 3.1. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative deboli modali. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 10%", s'intende quella relativa.

Per le altre liste la fase decisionale non è stata così semplice in quanto, la presenza di alcuni outlier ha imposto la modifica dei valori di sbarramento.

Sicuramente tra i restanti quattro, il gruppo sul quale tutto ciò ha inciso di meno è stato quello delle parole legali, che dopo un'iniziale soglia del 5% decisa per il prospetto di Interbanca 1999 è stata sempre posta per i restanti 39 casi, in corrispondenza del 3%, ossia sono stati presi in considerazione in qualità di parole significative, tutti i vocaboli che intercettassero almeno il 3% delle occorrenze totali di tale lista.

L'elevata numerosità dell'insieme di partenza in questo caso, oltre ad aver portato all'imposizione di un valore limite decisamente basso, ha anche fatto in modo che le frequenze totali intercettate si abbassassero rispetto ai casi precedenti, infatti il massimo è stato osservato per I Viaggi del Ventaglio 2001 pari al 66% mentre il minimo è relativo al prospetto di Caltagirone Editore 2000 con appena il 26,57% di frequenza intercettata, per una media totale di circa il 45% (Tabella 3.3, pagina seguente).

(Tabella 3.2).

<b>Prospetto info Bioera 2005</b>		<b>Parole forti modali (significative)</b>
<b>Parole con frequenza &gt;10%</b>		massimo
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,56</b>	sempre

<b>Prospetto info D'Amico Shipping 2007</b>		<b>Parole forti modali (significative)</b>
		massimo
<b>Parole con frequenza &gt;10%</b>		deve
		certa
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,88</b>	senza

Tabella 3.2. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative forti modali. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 10%", s'intende quella relativa.

(Tabella 3.3).

<b>Prospetto info Caltagirone 2000</b>		<b>Parole legali (significative)</b>
		crediti
		esercizio
<b>Parole con frequenza &gt;3%</b>		fine
		legge
		pari
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,2657</b>	quale

<b>Prospetto info I Viaggi del Ventaglio 2001</b>		<b>Parole legali (significative)</b>
		contratto
		emittente
		esercizio
		fine
<b>Parole con frequenza &gt;3%</b>		inoltre
		legge
		pari
		presente
		prima
		quale
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,6605</b>	relativi

Tabella 3.3. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative legali. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 3%", s'intende quella relativa.

Anche il valore limite per la categoria delle parole negative ha subito poche modifiche, infatti dopo un iniziale 5% stabilito per le analisi riguardanti i prospetti informativi di Interbanca 1999 e Tiscali 1999, esso poi è sempre stato fissato al 4% per tutte le restanti 38 indagini successive.

In questo caso è interessante inoltre notare come tale valore sembrerebbe andare contro il principio della numerosità dell'insieme di partenza, infatti la categoria delle parole legali contava circa 700 unità inizialmente, mentre quella delle negative 1300 (quasi il doppio), allo stesso modo, come si vedrà meglio in seguito, quelle delle positive e d'incertezza

contavano entrambe circa 400 elementi, eppure anche per loro la soglia è stata fissata pari al 4%.

Ma come mai è accaduto questo?, In linea teorica lo spartiacque sulla base della grandezza del gruppo iniziale, sarebbe dovuto essere molto più basso rispetto a quelli utilizzati per le altre classi prese a riferimento.

Il tutto può essere spiegato attraverso un altro fenomeno che si è verificato nel corso dello svolgimento delle diverse analisi, ossia il fatto che, benchè l'insieme delle parole negative contasse un numero di elementi estremamente maggiore rispetto agli altri, le occorrenze totali dello stesso erano però distribuite per la maggior parte, su di un numero ristretto dei suoi componenti, i quali assumevano una significatività molto elevata, mentre quelli restanti (che erano la stragrande maggioranza, numericamente parlando), assumevano singolarmente una valenza pressochè nulla e quindi trascurabile.

Al contrario all'interno delle altre tre categorie (quella delle parole legali, positive e d'incertezza), seppur meno numerose, le occorrenze totali delle stesse si distribuivano in modo più uniforme sui loro diversi componenti, per cui la significatività di quelli più comuni non era sufficientemente alta, da giustificare delle soglie di sbarramento più elevate.

L'innalzamento di quest'ultime avrebbe determinato delle perdite informative, a livello di frequenze spiegate non sopportabili.

Dopo questa breve e interessante digressione, tornando al discorso iniziale, dando qualche statistica riassuntiva relativa alle parole negative, è possibile affermare che, la massima significatività intercettata è stata pari al 74,5% osservata per Interbanca 1999 mentre invece quella minima è stata ottenuta per Cad 2000 ed è risultata del 23,19% (Tabella 3.4). Nuovamente, come nel caso dei termini legali la media per le 40 analisi è stata circa del 45%, questo vuol dire che purtroppo poco più della metà della significatività totale di partenza verrà persa durante il proseguo dello studio.

<b>Prospetto info Cad 2000</b>		<b>Parole negative (significative)</b>
		differenza
<b>parole con frequenza &gt;4%</b>		minimo
		oneri
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,2319</b>	pagamento

(Continuo Tabella 3.4).

<b>Prospetto info Interbanca 1999</b>		<b>Parole negative (significative)</b>
		Cesseranno
		cessione
<b>Parole con frequenza &gt;5%</b>		chiusura
		contro
		liquidare
		oneroso
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>74,5</b>	pagamento

Tabella 3.4. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative negative. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 5%", s'intende quella relativa.

In modo identico a quanto avvenuto per il caso dei termini negativi, anche per quanto riguarda quelli d'incertezza la soglia limite è stata fissata pari al 5% per Interbanca 1999 e Tiscali 1999 per poi essere definitivamente spostata al 4% per le restanti 38 osservazioni. Ancora una volta si riporta qualche breve statistica in relazione a ciò, si può dire che la frequenza più grande conservata è stata quella avuta in merito allo studio del prospetto informativo di D'Amico Shipping 2007 uguale al 60,34%, mentre invece quella più bassa è stata rilevata nel caso di IGD 2005 ed è stata di circa il 35,5% (Tabella 3.5, pagina seguente).

Nuovamente poi, la media delle frequenze intercettate si è aggirata nell'intorno del 45%. Infine la categoria di parole che sicuramente ha causato più problemi, la quale imposizione del valore spartiacque è stata senza dubbio più altalenante è quella delle parole positive. La soglia di significatività è stata infatti fissata al 5% per Interbanca 1999, fatta scendere al 4% nel caso di Tiscali 1999, riportata di nuovo al 5% nell'analisi di Cad 2000, abbassata questa volta al 3% in corrispondenza di Datamat 2000, mantenuta al 3% anche per Caltagirone Editore 2000 ed Engeneering 2000, per poi essere innalzata al definitivo 4% giunti allo studio di Euphon 2000 e mantenuta costante per tutte le restanti 33 osservazioni.

Ancora qualche breve statistica relativa a questa categoria di parole, la frequenza massima mantenuta è stata del 65%, in occasione dell'indagine del prospetto informativo di Toscana Finanza 2007, mentre la più bassa in assoluto è risultata pari a circa appena il

19% per Tiscali 1999 (questo significa che il restante 81% di significatività è stato perso per l'analisi di tale IPO) (Tabella 3.6).

In questo caso la frequenza media intercettata per questa classe di vocaboli è stata un po' più bassa rispetto ai casi precedenti attestandosi intorno al 40%, perdendo di fatto ben oltre la metà della valenza iniziale che essa racchiudeva.

<b>Prospetto info IGD 2005</b>		<b>Parole d'incertezza (significative)</b>
		circa
<b>Parole con frequenza &gt;4%</b>		immateriali
		prevede
		rischi
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,3544</b>	variazione

<b>Prospetto info D'Amico Shipping 2007</b>		<b>Parole d'incertezza (significative)</b>
		eventuali
<b>Parole con frequenza &gt;4%</b>		potrebbero
		eventualmente
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,6034</b>	potrebbe

Tabella 3.5. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative d'incertezza. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 4%", s'intende quella relativa.

(Tabella 3.6)

<b>Prospetto info Tiscali 1999</b>		<b>Parole Positive (significative)</b>
		informativo
<b>Parole con frequenza &gt;4%</b>		garanzia
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>18,82</b>	massimo



(Continuo Tabella 3.6).

<b>Prospetto info Toscana Finanza 2007</b>		<b>Parole Positive (significative)</b>
		crediti
<b>Parole con frequenza &gt;4%</b>		credito
		informativo
		maggiori
<b>Frequenze totali catturate</b>	<b>0,6505</b>	utile

Tabella 3.6. Spaccato della tabella per l'identificazione delle parole significative positive. Rappresentazione delle osservazioni in grado di catturare la frequenza minima e massima di comparizione della lista di partenza, comprensive dei vocaboli più significativi. Nella cella "Parole con frequenza > 4%", s'intende quella relativa.

Ecco dunque come si è giunti alla determinazione delle diverse soglie di significatività che hanno portato all'estrazione delle parole più importanti, da tenere in considerazione nella costruzione delle liste di vocaboli definitive.

Questa tuttavia rappresentava solo la prima delle due fasi sulle quali il processo descritto si articola, infatti giunti alla conclusione di questa procedura si è arrivati ad ottenere una serie di parole significative in relazione a ciascuna categoria di termini e ad ogni differente prospetto analizzato, la quale però varia in base a qualunque IPO considerata.

Arrivati a questo punto, non è ancora detto che i vocaboli rivelatisi importanti per quanto riguarda l'analisi di un dato documento, lo siano anche per l'intera totalità dei 40 casi, studiati per il momento.

Sarà compito della seconda parte del processo di determinazione delle liste di parole chiave definitive, individuare quali tra questi termini inizialmente rilevanti, possono essere considerati universalmente significativi per la totalità dei prospetti analizzati (tutti i 168 e non solo i 40 del database ristretto), portando quindi alla costruzione degli insiemi di lemmi univoci, uguali e da applicare allo stesso modo nello studio di tutti i documenti restanti.

### **3.5.3. Il secondo (e conclusivo), stadio della procedura di creazione delle liste di parole chiave definitive: l'identificazione dei termini significativi per l'intera popolazione di documenti da analizzare.**

Come già detto in precedenza, l'iter qui descritto, si compone di due fasi. La prima,

spiegata nelle sezioni precedenti del paragrafo è senza dubbio quella più lunga e complessa da un punto di vista concettuale, infatti in essa le decisioni critiche da prendere, i vincoli da rispettare e le riflessioni da fare sono sicuramente maggiori e richiedono che vi venga dedicato più tempo.

Come si vedrà nel seguito, questa seconda parte invece è certamente molto più snella e meno delicata.

Entrando più nello specifico, riprendendo un po' quanto riportato nella parte conclusiva del paragrafo precedente, si ricorda che l'output della scorsa fase, che di fatto diventa l'input di questa, non è altro che una serie di parole significative per ogni prospetto informativo analizzato e per ogni lista di termini chiave differente. Esse però in linea di massima, sono in grado di intercettare solo in qualche caso una grossa fetta della frequenza di comparizione di un dato insieme di vocaboli tonale di partenza, è difficile infatti che uno stesso termine possa essere fortemente rappresentativo di uno specifico gruppo di parole, per tutti i 40 testi analizzati nella presente sezione.

Questo in altre parole significa che un lemma può assumere una maggiore o minore importanza in relazione ai diversi testi indagati e che quindi in generale i vocaboli riconosciuti come statisticamente rilevanti, possono variare di documento in documento. L'unico scoglio vero e proprio da superare nella presente fase, è quindi quello di individuare una regola di fondo che, dato in input un termine risultato statisticamente rilevante nello spiegare le occorrenze iniziali di una data classe tonale per un dato prospetto informativo, permetta di determinare in modo univoco e privo d'incertezza se esso potrebbe essere considerato universalmente significativo anche per l'intero database di testi da analizzare e quindi entrare di diritto in una delle liste di parole chiave definitive. Benchè tutto ciò possa apparire concettualmente molto rilevante, il superamento di questo ostacolo non è stato molto impegnativo e insidioso, infatti, attraverso un semplice ragionamento di fondo, è stato possibile sviluppare una soluzione piuttosto semplice, ma allo stesso tempo statisticamente rigorosa e robusta.

Banalmente un termine poteva venire considerato universalmente significativo, per l'intera totalità dei prospetti analizzati (e anche per quelli ancora da analizzare), nel momento in cui esso assumeva tale status con una certa frequenza (piuttosto elevata), all'interno del campione ristretto.

Ovvero se una parola compariva tra le fila di quelle statisticamente rilevanti, per una o due sole volte nell'arco dei 40 prospetti informativi analizzati, facenti parte del campione ristretto, probabilmente essa non poteva venire considerata tale per l'intera totalità del

database analizzato (e di quello da analizzare), ma semplicemente aveva assunto tale valenza in corrispondenza di particolari contesti, dimostratesi però isolati.

Invece la situazione si ribalta se un lemma assume una rilevanza elevata in un numero piuttosto alto di casi, il fatto che esso sia molto spesso significativo nello spiegare la frequenza di comparizione di una data classe tonale di partenza, porta infatti a credere che tale vocabolo possa essere in grado di farlo (per la stessa lista), anche per l'intera popolazione di documenti ancora da esaminare.

Prima di tradurre il tutto da un punto di vista numerico è interessante notare come di fatto tutti i passi fin qui eseguiti, dalla raccolta dei documenti da analizzare a questa seconda fase del processo di determinazione delle liste finali di parole chiave, siano sostanzialmente collegati e si influenzino a vicenda.

Si è infatti potuto sviluppare in modo statisticamente validante questa parte conclusiva del processo in questione, solo perchè in precedenza si era provveduto a creare un campione ristretto, che fosse il più possibile aderente e in grado di rappresentare il database di partenza.

In questo modo si può dire (sempre statisticamente parlando), che se una specifica parola è significativa in un numero elevato di casi, per una data lista tonale all'interno del database ristretto, allora lo sarà anche (con un'altissima probabilità), per la popolazione di partenza.

Se invece il campione qui analizzato non fosse stato il più possibile rappresentativo di quello iniziale, questa conclusione non sarebbe stata possibile e anche nel caso in cui un vocabolo fosse risultato significativo in tutti e 40 i casi presi in considerazione finora, nulla si sarebbe potuto concludere riguardo la probabilità che potesse esserlo anche per la popolazione complessiva fin qui non considerata.

#### **3.5.4. La trattazione numerica del secondo stadio della procedura di creazione delle liste di parole chiave definitive.**

Esplicitato il ragionamento logico che è stato posto alla base di questa seconda parte della procedura, è giunta l'ora di articolare quanto fin qui detto in termini numerici, rendendo anche il tutto più facilmente comprensibile agli occhi del lettore.

L'unica decisione critica che doveva essere presa in questo contesto, era relativa a dove porre l'asticella del numero di volte minimo, che una parola doveva comparire tra le fila di quelle significative per una data categoria di vocaboli, affinché potesse essere considerata

tale per l'intera popolazione, sia ristretta che di partenza.

Ancora una volta questa situazione ha dato vita all'ennesimo trade-off, spiegabile in questi termini: più alta era la frequenza in relazione alla quale veniva posta questa soglia limite, meno erano le parole che risultavano universalmente significative e quindi l'analisi dei prospetti rimanenti sarebbe stata sì più agevole, ma facendo ciò esisteva anche un rovescio della medaglia negativo, ovvero allo stesso tempo sarebbe stata maggiore la quantità d'informazioni che sarebbe andata perduta, in quanto tendenzialmente meno vocaboli venivano presi in considerazione per la costruzione delle liste di parole definitive e un minor grado delle frequenze di comparizione iniziali delle stesse potevano venire spiegate dai soli termini selezionati.

Per superare questa indecisione sono state poste al vaglio soltanto tre possibilità che nell'ordine erano, considerare in qualità di universalmente significative e quindi inserire nelle liste di parole chiave finali, i soli termini che comparivano tra le fila di quelli altamente rilevanti per una data classe tonale, in almeno la metà, un terzo o un quarto dei 40 documenti presi in considerazione.

Alla fine la soluzione adottata è stata quella che si situava nel mezzo, ovvero sono stati selezionati in qualità di universalmente significativi i soli vocaboli che assumevano un'elevata valenza in almeno un terzo dei testi analizzati, pari al 33,3333% di essi e che quindi comparivano come tali, approssimando, in almeno 13 prospetti su 40.

Nel seguito verranno riportate una serie di Figure (dalla 3.8 alla 3.13), che mostrano in termini pratici quanto fatto in questa fase conclusiva del presente processo, per ogni serie di parole. Attraverso di esse verrà spiegato il perchè è stata scelta come frequenza limite il 33,3%.

<b>Parole d'incertezza più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
anticipate	1
anticipato	1
anticipi	1
circa	37
concepibili	1
differenza	10
differenze	3
diverse	5
diversi	17
eventuale	1
eventuali	4
eventualmente	1

(Continuo Figura 3.8).

<b>Parole d'incertezza più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
immateriale	1
immateriali	26
indicativa	1
indicativo	2
ipotesi	2
ipotetico	1
modificato	1
oscillazioni	1
possibile	2
possibilità	2
possono	6
potrebbe	6
potrebbero	2
prevede	17
prevedere	1
prevedono	1
può	11
revisionato	2
revisione	21
rischi	36
rischiando	1
rischio	14
ritiene	1
vari	1
variabile	3
variazione	22
variazioni	3

Figura 3.8. Schema delle parole d'incertezza frequenti.

Come si può notare da questa prima figura, il numero di parole ritenute universalmente significative varia anche di parecchio al passaggio da una frequenza limite all'altra, ad esempio scegliendo il 25%, il numero di termini selezionati sarebbe pari a 10, il quale scenderebbe ad 8 optando per il 33,3% e ad appena 5 prendendo come riferimento il 50%. Fin da ora si può notare come la soluzione intermedia appare quella più bilanciata, dove il numero di parole individuate non è ne troppo alto, ma nemmeno eccessivamente basso come nel caso del 50%, allo stesso modo il fatto che un termine sia frequente in almeno un terzo dei prospetti, come base per considerarlo universalmente rilevante, è

abbastanza solida.

Infatti l'esclusione della possibilità di adottare il 25% non è stata tanto mosso dall'elevato numero di termini che questa alternativa imponeva di considerare, quanto dal fatto che tale percentuale è troppo ristretta per poter sviluppare il concetto di significatività universale.

Nel proseguo del paragrafo verranno riportate le altre cinque figure (dalla 3.9 alla 3.13), relative all'analisi in questione effettuata per le altre serie di liste tonali.

<b>Parole Positive più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
acquisita	1
acquisito	1
autorizzati	1
benefici	1
beneficiario	1
buon	1
capacità	4
collaboratori	2
collaborazione	1
competenza	1
competenze	2
considerati	1
crediti	32
credito	8
efficacia	1
esclusiva	1
forza	2
garanzia	9
garanzie	1
godimento	1
Influente	1
informativo	31
maggiore	4
maggiori	3
massimo	22
opportunità	1
premiati	1
realizzata	1
realizzate	1
realizzazione	6
ricavi	26
risparmio	2
sicurezza	2

(Continuo Figura 3.9).

<b>Parole Positive più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
superiore	3
utile	25
utili	3
vantaggi	1

Figura 3.9. Schema delle parole positive più frequenti.

Nel caso delle parole positive è invece interessante notare che la scelta di una delle tre percentuali soglia alternative, non avrebbe minimamente inciso sul numero di parole da considerare universalmente significative. Infatti sia nel caso del 50%, 33,3% o 25% la lista sarebbe stata composta dagli stessi cinque vocaboli.

Questo indica che per quanto riguarda i termini positivi, nel corso degli anni gli emittenti e gli underwriter hanno sempre utilizzato con maggior frequenza gli stessi, durante la stesura dei relativi prospetti informativi.

Una piccola nota conclusiva riguardo questa lista tonale, il nome proprio Massimo è stato considerato in maniera separata dall'aggettivo omonimo, il software utilizzato era infatti in grado di distinguere le lettere maiuscole dalle minuscole.

La Figura 3.10 (nella pagina seguente), mostra invece quanto accaduto nel caso delle parole deboli modali.

<b>Parole deboli modali più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
dipende	1
eventuale	1
eventuali	1
eventualmente	17
incertezza	1
occasionalmente	1
possibile	19
possibili	1
possibilità	23
potrebbe	34
potrebbero	26
può	36
quasi	5

Figura 3.10. Schema delle parole deboli modali più frequenti.

Anche in questo caso è interessante notare come la scelta di una soglia pari al 33,3% piuttosto che del 25% non comportava alcuna differenza, in entrambi i casi il numero di parole selezionate era comunque pari a sei, quindi si è scelto nuovamente la prima in quanto permetteva di adottare una soluzione più robusta.

Scegliendo invece il 50%, il numero di vocaboli da ritenere universalmente significativi sarebbe sceso a quattro, comportando in questo modo una grave perdita informativa, in termini di frequenze di comparizione iniziali della lista in questione, intercettate dai termini scelti.

Un'altra considerazione non banale da fare in questo caso, è che attraverso codesta procedura, nello studio qui presentato, si viene a perdere qualsiasi sovrapposizione tra i termini inseriti entro la presente lista definitiva e quelli contenuti in quella d'incertezza. Nell'indagine statunitense invece, la prima rappresentava un sottoinsieme della seconda. Ciò avrà importanti implicazioni sui risultati ottenuti nel proseguo della presente relazione. Si prosegue ora riportando il caso della classe di parole forti modali (Figura 3.11).

<b>Parole forti modali più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
certa	1
certezza	1
certo	1
deve	15
devono	8
massime	6
massimi	1
massimo	40
meglio	3
sempre	25
senza	33

Figura 3.11. Schema delle parole forti modali più frequenti.

Per l'ennesima volta si può notare come la scelta di una soglia limite diversa avrebbe prodotto dei risulti poco distanti, identici nel passaggio al 25%. Quindi anche nel caso qui riproposto, tra le due alternative identiche nei risultati, si è deciso di optare per quel livello spartiacque in grado di dare maggiore sicurezza sul fatto che, una parola potesse essere effettivamente significativa per l'intera popolazione da analizzare, ossia quella più elevata delle due, pari al 33,3%.

E' infine interessante notare che, la parola "massimo" diventa in questo caso significativa



per l'intera totalità dei documenti passati in rassegna.

La Figura 3.12 riportata nel seguito invece raffigura il caso delle parole legali.

<b>Parole legali più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
adesione	1
amministratori	1
amministrazione	19
articolo/art.	13
atto	1
beni	1
consiglio	13
contratti	4
contratto	9
contrattuali	1
crediti	19
credito	1
debiti	21
dichiarato	1
emissione	1
emittente	27
esercizi	8
esercizio	37
fine	8
fini	1
garanzia	1
giuria	1
inoltre	7
legge	4
nota	1
opzione	2
pari	37
precedente	2
presente	7
prima	24
pro	1
quale	5
relative	3
relativi	19
statuto	1

Figura 3.12. Schema delle parole legali più frequenti.

Nuovamente, la scelta del livello limite di frequenza incide sui risultati solo nella misura in cui si passa dal 50% al 33,3% mentre invece non influisce sull'output andando da

quest'ultima al 25%.

La differenza nel primo caso è comunque notevole infatti da sole cinque parole considerabili universalmente significative si passa a 10.

Ancora una volta quindi si è deciso di utilizzare l'opzione intermedia in quanto in grado allo stesso tempo di conservare gran parte delle frequenze con le quali le parole legali erano presenti nei diversi prospetti, (al contrario di quanto sarebbe accaduto adottando l'alternativa più stringente), e di poter affermare con una certa robustezza, (sicuramente maggiore rispetto al caso del 25%), che un vocabolo la cui frequenza relativa è rilevante in un terzo dei casi esaminati, può venire considerato tale in assoluto.

Non resta quindi che riportare la situazione riguardante la scelta delle parole negative, il tutto sarà racchiuso all'interno della Figura 3.13, proposta nel seguito.

<b>parole negative più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
cesseranno	1
cessione	3
chiusi	8
chiuso	17
chiusura	1
confronti	5
contro	2
costi	31
costo	21
debiti	33
debito	1
differenza	2
fine	33
indebitamento	12
limitato	1
limiti	1
liquidare	1
minimo	16
oneri	30
oneroso	1
pagamento	8
pagato	1
perdita	2
perdite	1
private	2
privato	4

(Continuo Figura 3.13).

<b>parole negative più frequenti</b>	<b>Numero di volte che la parola compare nella lista</b>
rischi	21
rischio	6
senza	1

Figura 3.13. Schema delle parole negative più frequenti.

Quest'ultimo caso presenta qualche piccola variazione nei risultati al passaggio tra le diverse soglie limite prese a riferimento. Infatti se sene fosse adottata una pari al 25% il numero di parole che sarebbero state considerate universalmente significative, sarebbe stato pari a nove.

Per poi scendere ad otto qualora si fosse utilizzato il 33,3% e calare nuovamente a sei optando per la soluzione più stringente, (ovvero il 50%).

Per gli stessi motivi di robustezza e ricchezza informativa esposti in precedenza, è stata adottata la soluzione intermedia, cioè quella che introduceva una soglia minima per poter considerare una parola universalmente significativa del 33,3%.

Oltre a queste motivazioni appena riportate la scelta è ricaduta sull'alternativa di mezzo anche per fare in modo, dato il grande equilibrio che comportava sui risultati, che essa fosse applicabile allo stesso modo per tutte le liste di parole differenti, evitando così di introdurre qualsiasi forma di disparità di trattamento tra una classe di termini e l'altra. Portata a termine questa seconda e ultima fase relativa al processo di creazione degli insiemi tonali finali, si è quindi giunti nelle condizioni di poter procedere all'analisi di tutti i testi facenti parte del dataset di partenza.

Per la precisione, nel prossimo paragrafo del capitolo, verranno riportate le tanto a lungo agognate, liste di ricerca finali e un breve riassunto relativo alle analisi conclusive riferite all'intero database, composto da 168 prospetti informativi.

Essi dunque non aggiungono alcuna nuova conoscenza circa quanto fatto, ma si è deciso comunque di prevederne la presenza all'interno di questa relazione, per motivi di completezza e per mostrare ordinatamente al lettore i risultati materiali dei processi fin qui descritti.

### 3.6. Le liste di parole chiave definitive e lo studio dei documenti del database complessivo.

Al termine del paragrafo precedente si è già accennato al fatto che la seguente sezione del capitolo non assume particolare valenza informativa, ma intende esclusivamente riportare in modo ordinato l'output ottenuto, dopo aver applicato la procedura appena descritta, ovvero le liste di parole chiave definitive.

Essendo questo un argomento già trattato a lungo, all'interno della presente relazione, in questa fase si passeranno semplicemente in rassegna i sei insiemi di vocaboli ricavati.

Si veda a tal proposito la Tabella 3.7.

<b>Parole d'incertezza, lista definitiva</b>	<b>Parole Positive, lista definitiva</b>	<b>Parole deboli modali, lista definitiva</b>
circa	crediti	eventualmente
diversi	informativo	possibile
immateriali	massimo	possibilità
prevede	ricavi	potrebbe
revisione	utile	potrebbero
rischi		può
rischio		
variazione		

<b>Parole forti modali, lista definitiva</b>	<b>Parole legali. lista definitiva</b>	<b>parole negative, lista definitiva</b>
deve	amministrazione	chiuso
massimo	articolo (art.)	costi
sempre	consiglio	costo
senza	crediti	debiti
	debiti	fine
	emittente	minimo
	esercizio	oneri
	pari	rischi
	prima	
	relativi	

Tabella 3.7. Rappresentazione delle liste di parole chiave definitive, da ricercare all'interno della totalità dei prospetti informativi presi in considerazione.

Queste sono quindi le liste di parole significative definitive, le quali occorrenze e frequenze di comparizione dovranno essere ricercate e calcolate per ognuno dei prospetti informativi facenti parte del database di partenza composto da 168 elementi.

Si tratta in totale di 37 vocaboli differenti (che salgono a 41 contandoli anche quando compaiono in più di un gruppo), che in almeno un terzo dei documenti passati in rassegna, costituenti il campione ristretto, sono risultati significativi.

Un ultimo commento che può essere effettuato al riguardo, è relativo al fatto che, ovviamente attraverso questa drastica riduzione nel numero di termini da cercare nei diversi testi, anche la quantità di sovrapposizioni è scesa allo stesso modo, fino ad attestarsi alle sole quattro finali, (per sovrapposizioni s'intendono tutte quelle situazioni in cui un lemma è presente in più liste contemporaneamente).

All'interno dello studio statunitense invece esse erano assai più frequenti, raggiungendo il culmine in relazione alla situazione venutasi a creare tra la lista di termini deboli modali e quella d'incertezza, dove la prima non era altro che un mero sottoinsieme della seconda. Il fatto di non avere tutti questi casi di sovrapposizione, in linea teoria dovrebbe fare in modo che le diverse classi appena riportate intercettino ognuna, per ciascun prospetto informativo, delle frequenze differenti, rappresentative di alcune peculiarità particolari, seppur simili, non identiche, evitando quindi che due o più insiemi tonali spieghino i medesimi fattori.

### **3.6.1. L'analisi dei documenti facenti parte del campione di partenza.**

La sezione in questione è quella che conclude la procedura preliminare allo studio vero e proprio.

Infatti all'interno di questo capitolo si sono poste solo le basi di quella che sarà l'analisi del tono di scrittura, misurato all'interno dei diversi prospetti informativi recuperati.

Nuovamente questa parte non ha l'obbiettivo di aggiungere una grossa dose di conoscenza, ma semplicemente intende "fare ordine" nella trattazione, per permettere al lettore di tirare le fila del discorso relativo a questa prima parte analitica-preparatoria, preliminare allo studio vero e proprio. Verrà infatti qui riproposta la procedura d'esame seguita nell'indagine dei 128 prospetti informativi restanti, non facenti parte del database ristretto. Molto brevemente, essa è del tutto simile a quella adottata in precedenza, ovvero, preso in input, l'output risultante dall'applicazione dello stesso software utilizzato anche per l'indagine dei primi 40 testi, che altro non è se non la lista di lemmi contenuti in un dato

documento associati alle rispettive occorrenze (Figura 3.14), si è calcolato il numero totale di vocaboli dello stesso, dopodichè si è cercato il numero di volte col quale comparivano le diverse Stop Words, le quali erano sempre le stesse nove parole (“il”, “lo”, “la”, “i”, “gli”, “le”, “a”, “e”, “l”), utilizzate anche durante l'analisi del campione ristretto.

Infine si sono calcolate le frequenze assolute e normalizzate di comparizione per ogni termine presente nel testo, nel primo caso come occorrenza di un dato lemma/ occorrenze totali del testo, nel secondo come occorrenza di un preciso vocabolo/ (occorrenze totali del testo – somma di occorrenze delle Stop Words), (Figura 3.15).

Parole prospetto info AEM 1998	Occorrenze delle singole parole
a	2454
abbandonare	2
abbandono	2
abbia	11
abbiamo	15
abbiano	8
abbinamento	1
abbinare	1
abbondante	1
abilitate	3
abilitati	1
abitanti	3

Figura 3.14. Spaccato dell'output ottenuto dall'analisi del software per il prospetto AEM 1998.

Parole prospetto info AEM 1998	Occorrenze delle singole parole	Frequenze assolute	Frequenze normalizzate	Occorrenze totali	
a	2454	0,0175939203	0,0194619801	Stop Word	<b>139480</b>
abbandonare	2	0,000014339	1,59E-005	a	2454
abbandono	2	0,000014339	1,59E-005	e	3013
abbia	11	7,89E-005	8,72E-005	gli	440
abbiamo	15	0,0001075423	0,0001189608	i	1061
abbiano	8	5,74E-005	6,34E-005	il	2072
abbinamento	1	7,17E-006	7,93E-006	l'	1572
abbinare	1	7,17E-006	7,93E-006	la	1745
abbondante	1	7,17E-006	7,93E-006	le	925
abilitate	3	2,15E-005	2,38E-005	lo	106
abilitati	1	7,17E-006	7,93E-006	<b>Totale</b>	<b>13388</b>
abitanti	3	2,15E-005	2,38E-005	<b>Occorrenze normalizz.</b>	<b>126092</b>

Figura 3.15. Calcolo delle frequenze assolute e normalizzate per il prospetto informativo AEM 1998.

La cella “occorrenze normalizz.”, fa riferimento alla misura delle occorrenze normalizzate ottenute come occorrenze totali del testo – quelle delle Stop Words.

Il simbolo E-005 significa che il risultato in una data cella è pari al numero che lo precede moltiplicato per 10 alla -5.

Giunti a questo punto come fatto in precedenza, si è proseguito andando a calcolare per ognuno dei 37 termini contenuti questa volta all'interno delle sei diverse liste di parole definitive, le proprie occorrenze, le frequenze assolute e normalizzate.

Per ragioni di completezza e per il fatto di non voler alterare lo schema analitico, si sono calcolate, anche durante la presente fase, per ogni lemma appartenente ad ogni classe tonale, di ciascun prospetto informativo, le rispettive frequenze relative (ricavate sempre come numero di volte che un dato vocabolo compariva all'interno del testo oggetto di studio /occorrenza della lista definitiva alla quale il termine stesso apparteneva), anche se raggiunto questo step dello studio, esse assumevano un'importanza ormai trascurabile.

La Figura 3.16 mostra visivamente quanto fatto, prendendo a riferimento l'indagine relativa al gruppo di parole negative definitive, per quanto riguarda il prospetto informativo AEM 1998.

<b>Parole negative (lista definitiva)</b>	<b>Occorrenze</b>	<b>Frequenze assolute</b>	<b>Frequenze normalizzate</b>	<b>Frequenze relative</b>
chiuso	169	0,0012116432	0,0013402912	0,1048387097
costi	371	0,0026598796	0,0029422961	0,2301488834
costo	160	0,0011471179	0,0012689148	0,0992555831
debiti	237	0,0016991683	0,00187958	0,1470223325
fine	288	0,0020648122	0,0022840466	0,1786600496
minimo	43	0,0003082879	0,0003410208	0,026674938
oneri	215	0,0015414396	0,0017051042	0,1333746898
rischi	129	0,0009248638	0,0010230625	0,0800248139
<b>Totale</b>	<b>1612</b>	<b>0,0115572125</b>	<b>0,0127843162</b>	<b>1</b>

Figura 3.16. Calcolo delle occorrenze, delle frequenze assolute, normalizzate e relative per le parole appartenenti alla lista definitiva di termini negativi e dei rispettivi totali, per quanto riguarda il prospetto informativo AEM 1998.

Un piccolo, ma importante commento che può essere fatto circa la Figura 3.16, e che potrebbe essere esteso anche per quanto riguarda i risultati ottenuti relativamente a tutte le altre liste di parole chiave definitive, (qui non riportate per motivi di spazio), è che, nonostante esse siano composte da pochi elementi (nel caso delle negative solo da 8), rispetto invece alle diverse centinaia di unità che popolavano quelle di partenza, riescono comunque in generale, ad intercettare delle frequenze assolute e normalizzate complessive, decisamente significative.

Questo è segno che l'oculata procedura di selezione dei loro componenti ha portato a dei risultati soddisfacenti.

Prima di passare oltre è necessario però iniziare ad introdurre alcune precisazioni che caratterizzeranno il proseguo dell'indagine riportata.

Per prima cosa bisogna sottolineare che, d'ora in avanti quando si parlerà di *frequenza di comparizione di una data classe di parole*, s'intenderà esclusivamente quella *normalizzata totale*, con cui una data lista tonale definitiva compare all'interno di un preciso documento esaminato.

Inoltre è importante riportare anche il fatto che, per evitare di generare degli squilibri nel proseguo delle analisi, soprattutto facendo riferimento alla costruzione delle statistiche di base e alla fase di calcolo delle regressioni, si è provveduto a "sistemare" anche tutti i risultati ottenuti durante l'analisi dei prospetti informativi appartenente al database ristretto, razionalizzandoli e articolandoli sulla base dei soli vocaboli contenuti all'interno delle sei liste di parole definitive. Uniformandoli in questo modo a quelli ottenuti per gli altri 128 documenti studiati.



### **3.7. Approfondimento sulle variabili oggetto di studio.**

Con la conclusione dell'analisi di tutti i prospetti informativi facenti parte del database di partenza, si è di fatto chiusa la fase preliminare di raccolta e calcolo dei dati necessari per sviluppare quella che è, la parte centrale di questa ricerca sperimentale.

Prima però di entrare nel vivo della trattazione di tale sezione, presentante gli studi statistico-matematici svolti, è necessario effettuare un rapido approfondimento circa le variabili prese in considerazione nel proseguo dell'indagine, allo scopo di spiegare meglio cosa si è misurato e perchè lo si è fatto.

In particolare sono state prese a riferimento due classi principali di grandezze, ossia quelle dipendenti e quelle indipendenti. Le prime rappresentavano le entità oggetto di studio, del quale si voleva analizzare l'andamento in funzione della seconda tipologia di variabili qui presentata, ovvero quelle indipendenti.

#### **3.7.1. Le variabili dipendenti: il caso della lista di parole legali.**

Del primo gruppo di grandezze presentato, ossia quelle dipendenti, fanno parte le frequenze di comparizione, calcolate nel corso della prima parte dello studio, per tutti i 168 prospetti informativi recuperati, riguardanti le sei liste di parole "tonali" definitive (negative, positive, deboli modali, forti modali, d'incertezza e legali).

L'obbiettivo principale della presente indagine, è infatti quello studiare le determinanti, la natura e l'intensità del legame esistente tra il tono che un prospetto informativo può assumere (espresso come frequenza di comparizione delle classi di parole appena citate), e l'andamento dalle diverse variabili indipendenti, divise in tre macro settori, ossia quelle relative alle caratteristiche aziendali, alle peculiarità dell'operazione di quotazione ed infine all'andamento del mercato nel periodo precedente alla stesura del prospetto informativo stesso.

Nella fattispecie si è poi provveduto alla costruzione delle seguenti entità oggetto d'indagine: per rappresentare un tono negativo, caratterizzante un dato documento d'informativa al pubblico, è stata costruita un'apposita grandezza che altro non era se non

la somma delle frequenze di comparizione, misurate in occasione dell'esame di quel particolare testo, delle liste di parole negative, deboli modali e d'incertezza.

Al contrario come proxy di un tono positivo contenuto all'interno di un dato prospetto informativo, è stata costruita una variabile apposita, come somma delle frequenze di comparizione, calcolate durante l'indagine di quello specifico documento, delle classi di termini positivi e forti modali.

Siccome di questi gruppi tonali si è già discusso a lungo nel corso dei paragrafi precedenti del presente capitolo, non è il caso di dilungarsi oltre sull'argomento.

Un aspetto invece che merita di essere approfondito, è il fatto che, in fase di svolgimento delle analisi regressive (riportate nel proseguo della trattazione), non sia stato più preso in considerazione e utilizzato, il gruppo di termini di estrazione legale.

Di questa presa di posizione si era già accennato all'interno dello scorso capitolo, tuttavia in questa sede verranno esplicate le motivazioni e le riflessioni che hanno portato ad una decisione tanto drastica.

Per prima cosa è necessario ribadire che, con il termine di parole "legali", s'intende fare riferimento a quella serie di vocaboli, in genere presenti con una certa frequenza all'interno dei diversi prospetti informativi, che sono tipici del gergo giuridico.

In secondo luogo è poi importante precisare che la scelta in questione è stata presa sulla base di un ragionamento prettamente teorico e logico, che nulla ha a che vedere con i risultati numerici inerenti alle regressioni svolte.

Infatti adottando un punto di vista esclusivamente statistico, questa classe tonale era quella che poteva venire considerata la più significativa in assoluto, presentando per tutti i 168 prospetti informativi analizzati, una media delle frequenze di comparizione pari all'1,86%, in assoluto la più alta tra le sei liste di parole definitive, prese a riferimento per lo studio in questione.

Quindi la ragione della sua esclusione non è assolutamente da ricercarsi entro la sfera analitica, la quale era decisamente convincente, ma entro quella logica.

Il motivo fondamentale che ha portato a questa difficile presa di posizione è stato dettato da un ragionamento basato sull'analisi della significatività presentante dagli elementi appartenenti a tale insieme linguistico.

Loughran e McDonald, nel loro studio, hanno tuttavia giustificato l'esistenza e la valenza di tale grandezza, asserendo che essa rappresentava una proxy atta a riportare l'intensità e la forza con cui il management di un'emittente, intendeva trasmettere ai propri investitori, attraverso la stesura del prospetto informativo, la sua chiara visione circa il reale valore dei

titoli offerti, eliminando in questo modo, parte di quell'incertezza di fondo che spesso e volentieri circonda qualsiasi IPO. La quale in genere rende più difficile la valutazione da parte dello stesso management dell'impresa quotanda, dei suoi intermediari e dei potenziali investitori, l'intero processo di approdo sui mercati borsistici, spingendo quest'ultimi a raccogliere e diffonderne delle nuove informazioni al riguardo, durante il periodo dell'offerta, in modo da permettere alle prime due categorie di soggetti di operare una price revision oculata.

Quindi, facendo riferimento a questa sua interpretazione di fondo, la frequenza di comparizione presentata dalla classe di parole legali, in occasione dell'analisi dei diversi prospetti informativi, costituenti il database di partenza, sarebbe dovuta venire sommata a quelle dei gruppi di vocaboli positivi e forti modali, durante la fase di costruzione della proxy relativa ad un tono positivo, presentato da un dato documento esaminato.

Questo discorso è il linea di principio pulito, e potrebbe avere un riscontro consistente nella realtà, ed infatti i risultati ottenuti da Loughran e McDonald tendono a dimostrare ciò. Tuttavia le parole facenti parte della lista di termini legali, per quanto riguarda il caso U.S.A erano ben 871, e sicuramente una buona fetta di esse era decisamente in grado di ridurre parte dell'incertezza di fondo che avrebbe potuto circondare una qualsiasi IPO, dimostrando una chiara visione da parte del management di turno.

Il tutto cambia però nell'indagine qui presentata, dove invece la stessa classe tonale contiene solo dieci vocaboli (si veda la Figura 3.17), i quali oltre alla loro ristretta numerosità, la qual cosa ha rappresentato una scelta obbligata, difficilmente sulla base del loro significato, possono venire considerati in grado di spiegare in una certa misura, una chiara visione da parte del management dell'impresa quotanda, circa l'operazione di sbarco in Borsa da essi intrapresa.

<b>Parole legali, lista definitiva</b>
amministrazione
articolo (art.)
consiglio
crediti
debiti
emittente
esercizio
pari
prima
relativi

Figura 3.17. Lista definitiva di termini legali.

Infatti non è giustificabile pensare che se un lettore dovesse incontrare durante la lettura di un dato prospetto informativo, parecchie volte dei termini come “emittente”, “esercizio”, “relativi”, “prima”, “pari”...ecc. Possa interpretare il tutto come un fatto positivo atto a diradare i dubbi che esso presentava circa l'operazione di quotazione in questione. Quindi, sulla base di questo ragionamento prettamente qualitativo, si è optato per l'esclusione di questa variabile, dall'insieme di quelle oggetto d'esame.

### **3.7.2. Le variabili indipendenti.**

Il secondo gruppo di grandezze considerate nel corso dell'analisi statistico-matematica svolta, era quello delle entità indipendenti.

Come già sottolineato in precedenza, esse si dividono entro tre macro categorie, che nella fattispecie sono: le caratteristiche firm-specific, quelle distintive relative ad una data offerta pubblica iniziale ed infine quelle riguardanti l'andamento del mercato in fase pre-IPO.

Esse vengono chiamate in causa, allo scopo di valutare quanto sono in grado di spiegare e quindi anche d'influenzare il tono assunto da uno specifico prospetto informativo, misurato attraverso il valore assunto dalle grandezze dipendenti appena presentate.

Andando con ordine:

### **3.7.3. Le caratteristiche firm-specific.**

Entro questa categoria s'intende far rientrare tutte quelle grandezze in grado di caratterizzare una data impresa, le quali generalmente non sono influenzabili da quest'ultima, almeno nel breve periodo e spesso vengo prese in considerazione, durante la fase di stesura del prospetto informativo, quasi come se fossero dei dati di fatto.

Nello specifico, quelle utilizzate nel corso della presente indagine sono state:

1. La Log(vendite): essa rappresenta il fatturato, ossia il valore delle vendite che un dato emittente ha fatto registrare nell'anno pre quotazione.  
I dati, inizialmente espressi in milioni di Euro, sono stati poi tradotti in scala logaritmica, attraverso il calcolo di quello naturale, per non incappare in eventuali disequilibri di scala tra le diverse grandezze oggetto d'indagine.  
I risultati in Lire relativi alle IPO del 1997, 1998, 1999, 2000 e 2001 sono stati tradotti in euro applicandovi il tasso di cambio fisso di 1 Euro = 1936,27 Lire.

Come si vedrà più avanti, i titoli di un'azienda in grado di far registrare delle vendite più alte saranno più appetibili per un investitore ed in genere il tono presentato da un dato prospetto informativo assumerà una connotazione maggiormente ottimistica.

2. La VC dummy: col termine VC si fa riferimento al caso di aziende possedute in parte o interamente in passato da un Venture Capitalist. Essendo essa una dummy (variabile binaria), assume valore pari a 1 se una data azienda era "venture backed", zero altrimenti.

Il fatto che un emittente sia VC backed è un fattore tutt'altro che banale, in quanto entro questa schiera di società rientrano principalmente quelle giovani, di dimensioni ristrette e il cui business è poco stabile, poco profittevoli e che quindi difficilmente riescono a finanziare autonomamente le proprie attività, o ad ottenere dei prestiti bancari, dato il loro alto profilo d'incertezza.

Il ricorso ad un fondo di venture capital può quindi essere considerato quale un'ancora di salvataggio di ultimo livello.

Ma allo stesso tempo però, il venture capitalist potrebbe essere in grado di rivelare in fase di quotazione, delle informazioni importanti circa il reale valore dell'emittente, eliminando parte dell'incertezza di fondo che potrebbe attanagliare tale operazione.

3. La dummy privatizzazioni: nuovamente essa è una grandezza binaria che assume valore 1 quando una data IPO fa riferimento ad un'operazione di privatizzazione di un'impresa e zero altrimenti.

Nuovamente, una società che passa dal controllo statale ad uno privato può presentare infatti delle caratteristiche particolari che tendono a distinguerla dal caso delle offerte pubbliche di aziende già private.

4. L'In age: essa fa riferimento all'età di un dato emittente espresso in anni, da quello di fondazione a quello di quotazione.

Anche in questo caso viene calcolato, (e utilizzato), il logaritmo naturale della grandezza qui presentata, per evitare d'introdurre dei possibili squilibri di scala, tra le diverse entità rientranti nelle varie regressioni.

Anche se ad una prima occhiata, la valenza dell'età potrebbe sembrare banale, in realtà la “maturità” di un emittente e del suo business potrebbero agire da elemento di rassicurazione dei confronti dei potenziali investitori, infatti è molto facile che un'azienda più longeva sia contraddistinta da un grado di stabilità maggiore.

5. L'In assets: essa rappresenta il valore di un'azienda quotanda. Più esso tende a crescere e più facilmente, in genere, la società chiamata in causa sarà di dimensioni estese e profittevole, determinando un risvolto positivo nell'operazione di listing.

In questo caso tale grandezza è stata calcolata come logaritmo naturale del valore degli asset posti a bilancio (consolidato), da parte di un dato emittente. Per l'ennesima volta, i dati iniziali erano espressi in milioni di Euro, il logaritmo è stato utilizzato come soluzione al verificarsi di possibili e gravi squilibri di scala tra le diverse entità oggetto di quest'analisi, ed il tasso di cambio utilizzato, per convertire i valori in Lire, relativi ai dati aziendali delle offerte pubbliche pre 2002 è stato quello fisso, pari a 1936,27 Euro su Lire.

6. La positive EPS dummy: in questo caso la sigla EPS sottintende la definizione *earnings per share*, ossia utili per azioni.

La variabile praticamente va a verificare se l'emittente in questione ha registrato dei profitti positivi o negativi nell'anno pre quotazione. Il fatto che poi essa sia una dummy, vuol dire che questa grandezza è binaria, e che quindi può assumere solo valore 1, nel caso di profitti  $> 0$  o zero altrimenti. Al pari del fatturato, i titoli di un'azienda in grado di generare un guadagno positivo possono attrarre maggiormente i potenziali investitori, spingendo gli emittenti (o chi per essi), ad adottare un tono più che altro ottimistico in occasione della stesura del proprio prospetto informativo.

#### **3.7.4. Le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale.**

Entro questa classe di determinanti rientrano tutte quelle variabili che caratterizzano una data offerta pubblica iniziale.

A differenza di quanto avveniva in corrispondenza delle grandezze firm-specific, in questo

caso le entità qui contenute, non costituiscono dei dati di fatto, ma al contrario il loro valore è frutto di determinate scelte operate dal management dell'emittente o dagli intermediari finanziari che ne curano il collocamento.

E' intuibile quindi, come questa serie di decisioni, possano influenzare la stesura del prospetto informativo, e in ultima analisi anche il tono che esso presenta.

Nello specifico, quelle chiamate in causa durante lo sviluppo del presente studio sono:

1. La top-tier dummy: nuovamente si fa riferimento ad una variabile binaria. Essa assume il valore di 1 se il lead underwriter di una data offerta pubblica iniziale è considerato di alta gamma, altrimenti assume il valore 0. Per valutare quali intermediari fossero da considerare di prestigio o meno, è stato stilato un apposito ranking sulla base del numero di IPO seguite da ognuno di essi e del loro andamento (si veda a tal proposito la classificazione proposta da Carter e Manaster). Chiaramente il loro status può variare nel tempo, quindi è possibile che uno che era considerato di top-gamma nel 1997 non lo sia più nel 2013 o viceversa. Come verrà mostrato nel proseguo della relazione, la scelta di uno specifico lead underwriter è tutt'altro che banale, essa infatti incide sull'incertezza relativa ad una data IPO e di riflesso anche sulle decisioni circa il tono attraverso cui redarre il prospetto informativo.
2. La share overhang: essa rappresenta la quota trattenuta dagli azionisti esistenti ed è stata calcolata come numero di azioni mantenute dagli insider diviso per l'ammontare di titoli facenti parte dell'offerta iniziale. Questa variabile è molto importante perchè la quota trattenuta dagli azionisti esistenti potrebbe segnalare la stabilità di una data impresa.
3. L' $\ln$  offersize: essa corrisponde al logaritmo naturale del controvalore in Euro dell'offerta globale di titoli relativa ad una IPO. Quindi si fa riferimento sia alla quota parte di strumenti la quale allocazione è riservata all'area retail sia a quella dedicata agli investitori istituzionali, sia alle azioni di nuova emissione che non.

La grandezza dell'offerta è calcolata come numero di azioni totali, inerenti all'operazione in questione, moltiplicate per il punto medio del price range pubblicato all'interno del prospetto informativo, (laddove questo non fosse stato riportato, si è ricorso all'offer price).

Nuovamente il logaritmo è stato utilizzato come espediente per non incappare in eventuali squilibri di scala tra le diverse grandezze, ed il tasso di cambio utilizzato per convertire i valori in Lire, relativi al prezzo dei titoli delle offerte pubbliche pre 2002 è stato quello fisso di 1936,27 Euro su Lire.

In genere la grandezza dell'offerta rispecchia le dimensioni dell'emittente, e quando queste crescono, in genere si tende a ritenere la società in questione più stabile e meno soggetta ad incertezza.

4. La dummy IPO 99-2000: questa nuova grandezza binaria assume valore pari ad 1 nel caso in cui l'offerta pubblica iniziale in questione sia avvenuta tra il 1999 e il 2000, zero altrimenti.

Questa variabile mira quindi ad individuare tutte quelle società che hanno deciso di sbarcare in Borsa negli anni che sono stati caratterizzati dalla bolla dei titoli “.com”, la quale ha influenzato l'andamento dei mercati durante gli esercizi a cavallo tra i due millenni.

Le società quotate in quel periodo presentavano infatti, delle peculiarità in termini di price revision, underpricing e volatilità post IPO che le contraddistinguevano da tutte le altre.

5.  $N_{az OPS} / N_{az pre-IPO}$ : questa entità rappresenta il rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione, collocate in occasione di una data IPO, diviso per la quantità delle stesse esistenti prima della suddetta operazione.

In altre parole tale grandezza mira ad evidenziare il grado di diluizione all'interno del capitale di una specifica società, a seguito dello suo sbarco in Borsa.

Il fatto di emettere nuovi strumenti, al posto o in parallelo alla vendita di quelli esistenti, può denotare delle particolari caratteristiche dell'impresa quotanda, in quanto in genere ricorrono maggiormente a questo espediente, le società molto giovani, piccole, poco profittevoli, il cui business è soggetto ad un alto grado di volatilità e non capace di generare sufficienti utili atti a permettere



l'auto sostentamento dell'impresa stessa.

Per questi soggetti l'emissione di nuovi titoli rappresenta spesso, l'unica via per raccogliere le somme di denaro necessarie a sostenere i propri business plan futuri.

6. Naz OPV/Naz pre-IPO: al contrario della precedente, attraverso questa variabile, s'intende invece sottolineare i cambiamenti nell'assetto proprietario di una data impresa, avvenuti a seguito dell'operazione di quotazione. In questo caso viene diviso il numero di azioni poste in vendita da parte degli insider, per quello del loro ammontare, durante la fase precedente allo sbarco in Borsa. Nuovamente, il fatto di aver optato per un'OPV, in loco o in parallelo ad una OPS, può sottintendere spesso, che l'azienda quotanda non è intenzionata a raccogliere dei nuovi capitali sul mercato, ma semplicemente opta per operare un cambio all'interno del proprio azionariato. Tuttavia anche l'ammontare della quota posta in vendita dagli insider, può costituire un importante segnale per gli investitori, in genere più essa è ristretta, più questo tende a rassicurare i potenziali interessati all'IPO in questione.

### **3.7.5. Le peculiarità del mercato.**

Una determinante che senza ombra di dubbio incide sul tono, preso a riferimento dai redattori al momento della scrittura del prospetto informativo, è l'andamento del mercato nel periodo pre-offerta o meglio precedente alla stesura stessa di tale documento.

Nel caso dell'analisi qui descritta come indicatore di questa grandezza viene considerata la seguente variabile:

1. La MIB 30 gg: questa grandezza racchiude al suo interno l'andamento del mercato (in questo caso rappresentato da quello dell'indice principale della Borsa Italiana, che è il FTSE MIB), nel periodo di tempo che va dai 40 giorni (di scambi), precedenti al primo giorno di offerta ai 10 giorni (di contrattazioni), prima dello stesso evento.

Essa funge quindi da proxy del “mood” del mercato nel periodo antecedente non solo quello di una data offerta pubblica iniziale, ma anche della stesura del relativo prospetto informativo.

In questo modo si è cercato di creare una variabile in grado di contenere e rappresentare, tutto quel carico informativo, che gli emittenti, (o chi per essi), tengono in considerazione, durante la fase di stesura del documento ufficiale rivolto al pubblico indistinto dei risparmiatori, derivante dal “sentiment” che gli operatori del mercato presentano, in quel dato frangente temporale, andando ad influenzare quindi, non solo la scelta del tono attraverso cui redarre lo stesso testo, ma anche il processo di determinazione dell'ampiezza e della posizione del price range iniziale.

Un'ultima piccola precisazione.

All'interno delle sezioni precedenti di questa relazione, si è discusso abbondantemente ed in maniera approfondita circa le modalità attraverso le quali sono state calcolate le frequenze di comparizione delle sei liste di parole utilizzate.

Per quanto riguarda invece il processo di recupero dei dati relativi alle variabili indipendenti, non si è detto nulla.

Per onor di cronaca, è doveroso sottolineare che essi sono stati rinvenuti in prima battuta facendo riferimento ad un apposito database assolutamente affidabile, la cui validità era già stata ampiamente dimostrata in passato, in quanto frequentemente utilizzato per numerosi altri studi sempre relativi alle IPO e all'andamento dell'underpricing.

Qualora invece le informazioni necessarie all'indagine in questione non fossero state contenute in esso, sono state ricavate, per quanto riguarda quelle pre quotazione, dai diversi prospetti informativi relativi, mentre invece quelle caratterizzanti l'andamento dell'offerta stessa, sono state raccolte dal sito di Borsa Italiana e quindi anch'esse possono venire ritenute assolutamente prive di errori.

## **Capitolo 4. I risultati delle analisi statistico-matematiche eseguite.**

### **4.1. Le statistiche univariate.**

All'interno di questo capitolo verranno presentati i risultati ottenuti a seguito dell'esame numerico effettuato nel corso del presente studio. Di volta in volta essi saranno spiegati, commentati e si cercherà di attribuire loro una valenza e un significato, quanto più possibilmente razionale e logico, sulla base delle teorie classiche relative alle IPO, facendo particolare riferimento a quelle atte a spiegare il fenomeno dell'underpricing. La presente sezione, allo scopo di fare quanto appena affermato, in modo ordinato, sarà suddivisa in due macro-blocchi, uno relativo a tutta quella serie di analisi preliminari, che in genere vengono effettuate prima della fase di studio approfondito vera e propria, attraverso l'uso della tecnica regressiva, ed un secondo riguardante appunto quest'ultima parte dell'indagine.

Codesto paragrafo può quindi venire considerato come una sorta di “settore” di avvicinamento, alla sezione statistico-matematica per eccellenza.

In esso verranno quindi riportati (e interpretati), tutti i responsi ricavati a seguito dello svolgimento delle diverse investigazioni di base.

Quest'ultime non sono altro che delle semplici applicazioni analitiche in grado di spiegare da un punto di vista “empirico” le diverse variabili prese a riferimento per il presente studio. Infatti, se all'interno del capitolo precedente esse venivano presentate da un'angolazione esclusivamente qualitativa, in termini di significatività e importanza, ora, in questo paragrafo ne verrà fornita una descrizione prettamente numerica.

Chiaramente però, per motivi di spazio non è possibile inserire ogni singolo valore, assunto da ciascuna variabile considerata, per quanto riguarda tutti i 168 prospetti informativi analizzati, pertanto verranno riportati e illustrati semplicemente degli aggregati inerenti alle singole classi di grandezze osservate.

Entrando più nello specifico dell'argomento di questo paragrafo, col termine statistiche

univariate (o di base), s'intendono tutte quelle informazioni tratte dall'analisi numerico-computazionale a livello empirico, che non richiedono una grande elaborazione matematica.

Esse costituiscono quindi delle valutazioni immediate, sia nell'esecuzione quanto nell'interpretazione. Ad esempio si parlerà di medie, varianze, percentili... ecc.

Gli studi statistici più approfonditi ed elaborati, eseguiti nel corso dell'indagine qui presentata, saranno invece oggetto di discussione del prossimo paragrafo, nel quale verranno riportati (e opportunamente spiegati), tutti i risultati registrati a seguito dello sviluppo dell'analisi regressiva.

Dunque, concludendo, questa sezione può venire considerata come una sorta di fase di transizione, attraverso la quale si passa in maniera graduale e non troppo decisa, da un livello totalmente descrittivo-concettuale, ad un piano più che altro numerico ed empirico, pur mantenendo sempre un approccio critico-razionale di fondo, derivante dal tentativo di spiegare la pratica facendo costante riferimento alle teorie di base.

Un altro aspetto importante da sottolineare è che, benchè questa rappresenti, una frazione di passaggio, la sua rilevanza però non deve essere assolutamente sminuita, infatti come si vedrà nell'immediato proseguo della narrazione, anche attraverso queste statistiche univariate è possibile iniziare a delineare e riconoscere delle importanti peculiarità in grado di contraddistinguere in modo univoco una data classe di variabili.

Approfondendo più da vicino la questione, per facilitare la comprensione da parte del lettore, la suddetta descrizione si comporrà di due parti, una dedicata alla presentazione dei dati relativi alle liste di parole tonali definitive, (per ragioni di completezza, verranno riportati anche quelli inerenti alla classe di termini legali, anche se di fatto nel seguito essa non verrà più utilizzata).

Nella seconda sezione invece, verranno mostrati i risultati di base ottenuti in merito all'indagine iniziale svolta per tutte le entità indipendenti, appartenenti alle tre macro aree d'indagine considerate.

Di volta in volta tutte le informazioni numeriche verranno dapprima riprodotte entro delle specifiche tabelle e poi illustrate in termini di significatività e valenza sia statistica quanto economico-concettuale.

#### **4.1.1. Le statistiche univariate relative alle sei liste di parole definitive.**

All'interno di questa porzione del capitolo verranno riportate e analizzate le statistiche di

base relative alle sei categorie di vocaboli ricavate durante la prima parte dello studio. Per dovere di completezza si farà riferimento anche al gruppo dei termini legali, benchè d'ora in avanti la sua importanza vada scemando.

A tal proposito, la Tabella 4.1 mostra una sintesi dei responsi numerici ottenuti.

<b>Variabile considerata</b>	<b>Media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>5° Percentile</b>	<b>Mediana</b>	<b>95° Percentile</b>
<b>Numero di parole nei prospetti informativi</b>	95.494	45.385	37.342	83.807	177.316
<b>Occorrenze parole d'incertezza</b>	451	256	153	394	968
<b>Frequenze normalizzate parole d'incertezza</b>	0,513%	0,113%	0,350%	0,504%	0,695%
<b>Occorrenze parole positive</b>	565	393	138	456	1396
<b>Frequenze normalizzate parole positive</b>	0,621%	0,212%	0,306%	0,595%	1,011%
<b>Occorrenze parole deboli modali</b>	126	85	40	112	232
<b>Frequenze normalizzate parole deboli modali</b>	0,150%	0,0740%	0,0865%	0,139%	0,239%
<b>Occorrenze parole forti modali</b>	108	50	41	97	200
<b>Frequenze normalizzate parole forti modali</b>	0,131%	0,0368%	0,0861%	0,126%	0,185%
<b>Occorrenze parole legali</b>	1.634	880	577	1.496	3.150
<b>Frequenze normalizzate parole legali</b>	1,860%	0,380%	1,221%	1,845%	2,484%
<b>Occorrenze parole negative</b>	757	438	233	651	1.652

(Continuo Tabella 4.1).

<b>Variabile considerata</b>	<b>Media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>5° Percentile</b>	<b>Mediana</b>	<b>95° Percentile</b>
<b>Frequenze normalizzate parole negative</b>	0,856%	0,227%	0,476%	0,845%	1,215%

Tabella 4.1. Statistiche univariate per le diverse liste di parole tonali.

Una prima osservazione che può essere fatta, è che il numero di parole presenti all'interno dei vari prospetti informativi, popolanti il campione analizzato, è molto mutevole, esso infatti nel 5% dei casi presi in considerazione è sia inferiore a 45.400 unità circa, che superiore a più o meno 177.000 termini, toccando un massimo pari a oltre 263.000 vocaboli in occasione della quotazione di Moleskine 2013.

Inoltre è interessante osservare come la lunghezza dei diversi testi è aumentata nel corso del tempo, infatti si è calcolato che mediamente quelli relativi alle IPO occorse tra il 1997 e il 2001 contenevano circa 60.000 parole, tale numerosità è però salita a più o meno 123.000 presenze, considerando i soli documenti riguardanti le offerte pubbliche iniziali avvenute tra il 2002 e il 2013.

Allo stesso modo è possibile osservare come anche per quanto riguarda le frequenze di comparizione presentate dalle diverse liste di parole, vi sia all'interno del campione studiato una profonda spaccatura da caso a caso, questa volta però è più difficile riconoscerne un trend generale di fondo come avvenuto in precedenza, relativamente all'anno di quotazione.

Ad esempio, la classe di termini negativi rappresenta mediamente lo 0,856% dei vocaboli di un qualsiasi prospetto informativo, tuttavia il dato relativo al "5° percentile" sta ad indicare che nel 5% dei casi tale percentuale scendeva al di sotto dello 0,476% mentre la frequenza riportata nella colonna chiamata "95° percentile" indica il fatto che, sebbene nel 95% delle volte essa era inferiore all'1,215%, nel restante 5% delle situazioni tale percentuale superava quel valore soglia.

Il medesimo discorso può essere sviluppato per tutte le altre liste di parole.

Un'ultima osservazione, anche le frequenze medie di comparizione presentate dalle diverse classi di termini sono molto diverse le une dalle altre, infatti si va dal 1,86% medio riguardante quella dei vocaboli legali al solo lo 0,131% per quella dei lemmi forti modali. La modesta percentuale registrata anche per quanto riguarda la lista delle parole deboli

modali (0,15%), avrà importanti ripercussioni anche sui risultati ottenuti a seguito delle analisi regressive, infatti seppur concettualmente rilevante come classe tonale, un così piccolo valore medio di frequenze di comparizione presentato, potrebbe influenzare la significatività numerica dei potenziali legami esistenti tra la variabile in questione e quelle indipendenti con le quali è stata confrontata.

In ogni caso, tralasciando questi casi estremi, è comunque possibile affermare che l'operazione di costruzione delle classi di termini definitive è stata molto valida e ha generato dei risultati decisamente positivi, in quanto, osservando i dati pubblicati dai ricercatori statunitensi, è possibile scoprire che, nonostante utilizzassero degli insiemi contenenti anche migliaia di termini, contro l'esiguo numero di elementi facenti parte di quelli impiegati nello studio qui presentato (al massimo dieci come nel caso dei vocaboli legali), le frequenze intercettate non sono poi così differenti e tanto più grandi rispetto a quelle ottenute nel presente contesto, (forse anche per via del fatto che la coppia di docenti della Notre Dame ha affermato che, il numero di parole presente in genere nei documenti da essi analizzati si aggirava intorno alle 47.000/48.000 unità contro oltre 95.000 del caso italiano).

Ad esempio nello studio statunitense la percentuale media di parole negative all'interno dei prospetti da loro indagati incideva solo per l'1,41% contro lo 0,856% calcolato nella ricerca nostrana.

Addirittura poi, relativamente a quanto concerne la classe di vocaboli legali, la frequenza media ottenuta da Loughran e McDonald era pari allo 0,75%, più bassa rispetto all'1,86% osservato nel corso dell'analisi qui descritta.

Tuttavia come già spiegato all'interno del capitolo precedente, nonostante la grande rilevanza statistica presentata da quest'ultima grandezza, la sua scarsa significatività economica e concettuale, ha purtroppo imposto la scelta obbligata di escluderla dalle successive indagini analitiche.

#### **4.1.2. Le statistiche univariate relative alle variabili indipendenti.**

Entro questa parte della relazione verranno presentate e commentate le principali statistiche di base relative alle diverse variabili indipendenti, utilizzate nel corso della presente indagine.

Per non correre il rischio di spezzettare troppo la narrazione e creare in questo modo confusione, rendendo difficile per il lettore seguire il filo del discorso, si è optato per

inserire entro un unico sottoparagrafo, l'insieme completo delle statistiche univariate, riguardanti la totalità delle grandezze indipendenti chiamate in causa nel corso delle successive indagini regressive, siano esse inerenti alle caratteristiche presentate da una data azienda quotanda, dal mercato in fase pre IPO, oppure ancora, siano esse delle proxy delle peculiarità distintive di una data operazione di offerta pubblica iniziale. Anche in questo caso l'analisi dei risultati sarà effettuata ricorrendo all'ausilio di una Tabella riassuntiva, la 4.2, contenente una sintesi dei dati ricavati.

Variabile considerata	Media	Deviazione standard	5° Percentile	Mediana	95° Percentile
<b>Caratteristiche firm-specific.</b>					
<b>Vendite (in milioni di euro)</b>	229,611	488,570	1,914	101,302	806,647
<b>VC dummy</b>	40,476%	49,231%	0	0	1
<b>Dummy privatizzazioni</b>	8,929%	28,601%	0	0	1
<b>Age (età)</b>	35,935	39,492	1	20,500	107,250
<b>Valore asset (in euro)</b>	747.214.148	2.156.555.670	8.058.522	119.411.184	2.893.495.899
<b>Positive EPS dummy</b>	84,524%	36,276%	0	1	1
<b>Caratteristiche dell'offerta.</b>					
<b>N az OPV/ N az pre IPO</b>	14,362%	14,857%	0,000%	9,899%	42,432%
<b>Share overhang</b>	2,43892	1,29043	0,86022	2,15235	4,00000
<b>Top-tier dummy</b>	60,714%	48,985%	0	1	1
<b>Offersize (controvalore off glob in euro)</b>	223.808.826	409.446.849	13.291.021	103.067.534	877.449.702
<b>Dummy ipo 99-2000</b>	30,952%	46,368%	0	0	1
<b>N az OPS/ N az pre IPO</b>	87,704%	769,936%	0,000%	25,538%	66,942%
<b>Caratteristiche del mercato (in fase pre IPO).</b>					
<b>MIB 30gg (da 40 gg prima inizio off a 10 gg prima inizio off)</b>	0,162%	5,598%	-9,542%	-0,030%	7,637%

Tabella 4.2. Statistiche univariate per la totalità delle variabili indipendenti considerate all'interno della presente indagine.



Anche in questo caso i commenti che potrebbero essere fatti al riguardo sono numerosi. Andando con ordine, per quanto concernono le grandezze appartenenti alla categoria delle "firm-specific", la prima cosa che si può notare è che, le diverse aziende quotande fanno registrare un ammontare di vendite molto differente tra di loro. Si passa da società il cui fatturato è inferiore al milione di euro (nell'anno per IPO), come nel caso ad esempio di On Banca 2000 e Vitaminic 2000, fino a giungere al cospetto di un buon 5% delle imprese facenti parte del campione analizzato, le quali incassano oltre 800 milioni di euro l'anno, come fatto registrare da Piaggio 2006 e Saras 2006 (le quali hanno abbondantemente sfondato anche il miliardo di euro nell'esercizio precedente alla quotazione).

Lo stesso discorso può essere riproposto anche per quanto riguarda il valore posto a bilancio (consolidato), degli asset posseduti. Infatti a fronte di una media (per altro piuttosto elevata), di 747 milioni di euro, esiste un 5% (in corrispondenza del 5° percentile), di aziende dove questo ammontare scende al di sotto degli 8 milioni e un altro 5% (in occasione del 95° percentile), dove invece esso supera la soglia dei 2,8 miliardi di euro.

Rimanendo sempre nell'ambito delle caratteristiche firm specific, è interessante notare poi che, dal 1997 ad oggi solo 15 delle società che si sono quotate, hanno effettuato un'operazione di privatizzazione, che circa il 40% delle stesse (facendo riferimento al campione complessivo), avevano in passato, fatto ricorso a dei fondi di venture capital (rispetto al 51% rinvenuto dal Loughran e McDonald, per quanto riguarda il caso U.S.A) e che oltre l'84% di esse era stata in grado di generare degli utili nell'anno pre IPO.

Quest'ultima costituisce una quota molto elevata, soprattutto che confrontata con quella misurata dal duo di ricercatori statunitensi, la quale si attestava nell'intorno del 37%.

Inoltre la maggior parte delle imprese decise a sbarcare in Borsa pur essendo in perdita, almeno in Italia, hanno deciso d'intraprendere questo percorso negli anni caratterizzati dalla bolla dei titoli ".com", ossia tra il 1999 e il 2000, infatti dei 26 soggetti con un EPS <0 nell'anno pre quotazione, ben 18 hanno scelto di ricorrere al mercato proprio durante quel biennio.

Anche l'età è molto eterogenea all'interno del campione analizzato, infatti a fronte di quasi 36 anni medi, si passa da un 5% (in corrispondenza del 5° percentile), che fatica a raggiungere i 12 mesi di vita ad un altro abbondante 5% che invece passa il secolo, arrivando fino al caso di Richard Ginori 1998 che, con i suoi 263 anni, all'atto della quotazione, costituisce l'esempio di società più longeva che abbia mai deciso di quotarsi sul mercato Italiano, almeno dal 1997 ad oggi.

Dando un'occhiata invece alle caratteristiche dell'offerta stessa, si può dire che un buon 60% delle aziende che hanno deciso di sbarcare in Borsa negli ultimi 15 anni, hanno optato di farlo affidandosi ai servizi di underwriter di alta gamma (nonostante i costi che questo comporta), segno che la qualità presentata da tale intermediario, rappresenta ancora oggi un importante driver di scelta nel caso di una offerta pubblica iniziale. Inoltre è possibile asserire che, quasi un terzo delle società che hanno eseguito un'IPO dal 1997 al 2013, hanno scelto di effettuarla tra il 1999 e il 2000, ossia negli anni in cui i mercati erano caratterizzati dalla presenza della bolla sui titoli “.com”.

Andando avanti, balza all'occhio anche il fatto che, nel corso del periodo preso in esame, in genere le offerte pubbliche di sottoscrizione hanno inciso maggiormente, sul numero di azioni pre-IPO, di quelle di vendita, infatti, se nel primo caso, quelle collocate erano pari, numericamente parlando, in media all'88% circa di quelle già esistenti prima dell'operazione stessa, nel secondo, quelle vendute, non di nuova emissione incidevano sulle stesse per più o meno il 14%.

Una così grossa incidenza delle OPS rispetto alle OPV è spiegabile però dal fatto che, in occasione dell'offerta di Investimenti e Sviluppo Mediterraneo 2008, sono stati emessi un quantitativo di nuovi strumenti finanziari pari a 100 volte quelli esistenti, facendo quindi schizzare verso l'alto tale percentuale media. Escludendo questo outlier la statistica scende infatti al 28,35%, la quale però si mantiene comunque decisamente superiore a quella presentata dalle OPV.

Restando in tema, è possibile poi affermare che, se nel 95% dei casi, le offerte di sottoscrizione hanno costituito un'emissione azionaria che, si attestava entro il 67% circa del numero di titoli già esistenti prima della quotazione, nella medesima percentuale quelle di vendita rappresentavano però appena il 42% all'incirca delle stesse.

Sempre analizzando le statistiche di base relative alle caratteristiche dell'offerta, è possibile affermare che, in media, per il campione analizzato, la quota trattenuta è stata pari a più o meno 2,4 volte quella messa in vendita (in percentuali circa il 70% contro il 30%).

Ancora una volta però non sono mancate le situazioni dove la quantità di titoli offerti era superiore a quella mantenuta (si veda a tal proposito il dato relativo al 5° percentile in relazione alla share overhang, il quale, essendo  $<1$ , denota il fatto che quest'ultima eventualità si è manifestata in almeno il 5% dei casi indagati).

Al contrario però, in un altro 5% delle situazioni prese a riferimento, (pari a quelle costituenti il 95° percentile della share overhang), la quota ceduta è stata inferiore al 20%

di quella totale. (share overhang >4).

Infine al pari di quanto affermato in occasione dell'analisi del valore degli asset posseduti, anche la dimensione dell'offerta (espressa in controvalore della stessa, in euro), è caratterizzata da una grande eterogeneità numerica all'interno del campione preso a riferimento. Dove a fronte di circa 224 milioni di euro medi, nel 5% dei casi (5° percentile dell'offersize), il suo ammontare scendeva sotto il muro 13,5 milioni di euro, mentre invece in un altro 5% delle volte (in occasione del 95° percentile dell'offer size), esso sorpassava gli 877 milioni di euro.

In genere la grandezza dell'offerta e il valore degli asset posseduti sono collegati da un legame positivo, infatti spesso all'aumentare della seconda variabile cresce anche la prima, lo stesso si può dire, anche se in misura minore, facendo riferimento al fatturato. Non è un caso quindi che una società come Saras, la quale ha fatto registrare molte vendite nell'anno pre IPO, abbia prodotto un'offerta che andasse oltre il miliardo di euro. Infine per quanto riguarda le caratteristiche del mercato, i commenti che possono essere fatti sono più limitati.

Esso può assumere un andamento positivo o negativo.

Generalmente, le imprese scelgono di quotarsi quando si manifesta la prima eventualità piuttosto che la seconda.

Infatti il biennio 1999-2000, per il quale si è registrato un vero e proprio boom di IPO, è stato caratterizzato da un rialzo tendenziale del mercato, (lo stesso, anche se in misura minore, si può dire per quanto concerne il triennio 2005-2006-2007).

Al contrario nei periodi di crisi le aziende tendono a fuggire dalla Borsa, in quanto in quei frangenti gli investitori hanno a disposizione poche risorse da concedere alle diverse imprese, oppure perchè sempre in situazioni del genere, possono sorgere e diffondersi tra gli operatori del mercato, dei comportamenti di carattere speculativo, che potrebbero penalizzare alcune aziende quotate. Questo concatenarsi di eventi è stato ben visibile ad esempio per quanto concerne il periodo compreso tra il 2002 e il 2003 e il 2008 e il 2012. A testimonianza di ciò, l'andamento medio del mercato registrato durante l'arco temporale che va dai 40 giorni (di Borsa), prima di una IPO ai 10 giorni (di contrattazioni), precedenti la stessa, per tutte le offerte prese in considerazione dal 1997 al 2013, è stato lievemente positivo e comunque molto vicino allo zero, dimostrando il fatto che, più o meno nella metà dei casi esso poteva assumere carattere positivo o meno, in base alla congiuntura economica in atto in tal frangente temporale.

Concludendo, in questo paragrafo si è visto come anche solo le statistiche univariate siano in grado di delineare, in linea di massima, le caratteristiche presentate dai diversi emittenti, in occasione delle IPO analizzate.

La peculiarità che più balza all'occhio è però, la grande eterogeneità numerica presentata, quando si fa riferimento al valore di bilancio dei loro asset e della loro offerta, alla differente età degli stessi, al fatturato che hanno fatto registrare durante l'esercizio precedente alla quotazione...ecc.

Il medesimo discorso poi, può essere fatto aderire al caso dei risultati, ottenuti in occasione dello studio del tono presentato dai diversi prospetti informativi.

Anche in quel frangente l'eterogeneità all'interno del campione, per quanto riguarda i valori assunti dalle variabili considerate, era piuttosto marcata.

Indagare invece, in che modo le diverse grandezze chiamate in causa sono legate tra di loro, sarà compito dell'analisi regressiva e oggetto di discussione del prossimo paragrafo del presente capitolo.

## **4.2. I risultati delle regressioni.**

La fase analitica più importante, caratterizzante tutto lo studio eseguito, è sicuramente la presente sezione, dedicata all'analisi e all'interpretazione dei risultati ottenuti dopo aver svolto una serie di regressioni, nelle quali sono state poste in relazione tutte le variabili indipendenti firm-specific, quelle relative alle IPO stesse e al mercato, descritte dettagliatamente all'interno dell'ultima "porzione" del capitolo precedente, con il tono presentato dai diversi prospetti informativi analizzati.

Per poter mantenere un certo ordine nella narrazione, questo paragrafo sarà suddiviso in cinque parti distinte. Ad una prima introduttiva all'argomento della multicollinearità, ne seguirà una dedicata alla descrizione e al commento dei responsi ottenuti a seguito delle regressioni effettuate tra le grandezze firm specific e il tono presentato dai prospetti informativi esaminati. Nella terza invece, le stesse variabili dipendenti verranno poste in relazione con le entità rientranti nella categoria di quelle distintive di una data offerta pubblica iniziale.

Proseguendo, all'interno della quarta, si studierà il legame presentato dal tono adottato dai diversi testi costituenti il database totale e l'andamento del mercato in fase pre IPO.

Nella quinta e ultima frazione del paragrafo, che di fatto può essere considerata anche quella riassuntiva, ci si occuperà invece di studiare a fondo il legame esistente tra le stesse variabili dipendenti, prese a riferimento durante lo svolgimento delle analisi riportate all'interno delle tre sezioni precedenti, e tutte le grandezze esplicative considerate durante l'intera indagine, indipendentemente dalla loro classe di appartenenza.

### **4.2.1. Il fenomeno della multicollinearità.**

Alcune variabili indipendenti prese a riferimento nel corso dello studio qui presentato, potevano essere, almeno teoricamente parlando, molto correlate tra di loro, per via del fatto che, spesso e volentieri andavano a misurare dei parametri o delle caratteristiche decisamente simili.

E' risaputo poi, che un'analisi regressiva rischia di perdere la propria significatività se le

grandezze esplicative utilizzate sono altamente legate tra di loro, andando di fatto ad alterare, rendendoli vani e privi di senso, i risultati ottenibili dall'applicazione della stessa. infatti in tali circostanze si ha una maggiore probabilità che l'ipotesi di non significatività dei coefficienti presentati dai diversi regressori venga accettata.

Questo fenomeno viene definito spesso col termine di "multicollinearità".

Per valutare o meno la presenza di questa eventualità, tra le variabili indipendenti prese a riferimento nella presente fase, si può procedere seguendo un metodo che si compone di due step sequenziali.

Nel primo è necessario analizzare la matrice delle correlazioni. Nel caso in cui dovessero esistere delle entità legate da un coefficiente di correlazione prossimo o maggiore a 0.9 (in valore assoluto), si ha ragione di credere che il problema della multicollinearità esista. Tuttavia con il suddetto metodo si identificano solo gli eventuali problemi per coppie di variabili, resta quindi il dubbio su cosa fare se sono più di due le entità a generare tale fenomeno.

Il secondo passo della procedura serve quindi per ovviare a questo limite. Esso infatti consiste nello svolgimento una serie di "regressioni ausiliarie" tra una variabile "sospetta" e le altre indipendenti. In questo caso se il coefficiente di determinazione ( $R^2$ ), che si ottiene è prossimo a 1, sicuramente tale grandezza, nella regressione originale, risente del problema in questione.

Un indicatore, molto semplice da utilizzare, in grado di fornire nell'immediato delle indicazioni sulle variabili che generano o meno la multicollinearità, è il VIF (Variance Inflation Factor).

Definito come:  $VIF_j = 1/(1-R_j^2)$ , dove la variabile "J", sospetta, viene assunta quale entità da spiegare e viene posta in relazione con l'insieme degli altri regressori.

Anche se non esiste un valore di VIF oltre il quale è certa l'esistenza della multicollinearità, in genere tale soglia limite viene posta in corrispondenza di 10.

Quindi un  $VIF_j > 10$ , implica un  $R_j^2 > 0.9$  e questo sta a significare che, molto probabilmente la variabile  $X_j$  è fortemente correlata con una o più, delle altre grandezze esplicative prese a riferimento.

Nel caso qui indagato la preoccupazione era rivolta in primis al fatto che la variabile "share overhang" e la "N az OPV/ N az pre IPO" potessero dare vita a questo genere di problemi. Tuttavia però, fortunatamente, la loro correlazione era pari a -0,454, tale da non destare alcuna preoccupazione e allo stesso modo i coefficienti di determinazione ( $R^2$ ) misurati in occasione dell'esame del VIF, sono risultati uguali al 44% per quello della "N az OPV/ N

az pre IPO” e al 32%, per quello della “share overhang”, in entrambi i casi cioè ampiamente entro il limite consentito.

Altre variabili, fonte di possibile apprensione, erano la “ln\_offersize” e la “ln\_assets”.

Ma anche in questo frangente, i risultati empirici hanno escluso un'eventuale possibile presenza di multicollinearità, indicando per esse una correlazione pari a circa 0,62 e degli “R<sup>2</sup>” in sede di misurazione del VIF, uguali rispettivamente al 67% e al 66%, nuovamente ben al di sotto del livello di criticità, posto nell'intorno del 90%.

Restando in tema di correlazioni, altre grandezze che hanno mostrato un legame piuttosto intenso tra di loro sono state la “log(vendite)”, la quale è apparsa collegata positivamente nell'ordine con la “positive EPS dummy” (0,415), con la “ln\_assets” (0,686), con la “Ln age” (0,55), con la “ln\_offersize” (0,508) e con la “N az OPV/ N az pre IPO” (0,443).

Stando ad indicare in termini economici che, spesso, un'azienda in grado di far registrare un alto fatturato, è anche profittevole, matura, di dimensioni elevate e la sua offerta pubblica iniziale sarà probabilmente di vendita e non di sottoscrizione.

Ancora, altre correlazioni degne di nota poi, sono state quelle della “Ln age” con la “positive EPS dummy” e la “ln\_assets” entrambe pari a 0,45, e quelle della “N az OPV/ N az pre IPO” con la “ln\_offersize” e nuovamente con la “ln\_assets”, attestatesi intorno allo 0,44 in ambo le situazioni indagate.

Stando ad indicare ancora una volta, in termini economici che, in genere quando un'impresa è matura è anche più profittevole, più grande e la sua offerta (quasi sempre di vendita), sarà più estesa.

Tutti gli altri legami misurati erano inferiori in modulo allo 0,4.

Allo stesso modo, l'unico coefficienti di determinazione (“R<sup>2</sup>”), degno di nota, ottenuto in occasione dell'applicazione della procedura del VIF, ossia maggiore del 50%, oltre i due già citati in precedenza, ottenuti in corrispondenza delle regressioni che avevano come “y” la “ln\_offersize” e la “ln\_assets”, è stato quello relativo alla “log(vendite)”, il quale è risultato pari al 62,6%.

Proseguendo nel presente studio, dopo questa prima sezione a carattere statistico-matematica, (per altro molto importante), si entrerà più nello specifico delle varie serie di regressioni eseguite e dei relativi responsi osservati in output.

#### 4.2.2. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche dell'emittente.

(Tabella 4.3 e Tabella 4.4).

	log(vendite)	VC dummy	Dummy privatizzazioni	Ln age	ln_assets	positive EPS dummy
<b>Coefficienti angolari</b>	-2,51E-015	0,000617	-0,000697	0,000712	-0,000183	0,000133
<b>Errore std coeff angolare</b>	2,64E-015	0,000414	0,000745	0,000192	0,000125	0,000621
<b>T-stat</b>	-0,951199	1,490962	-0,935327	3,700109	-1,471138	0,213425
<b>P value</b>	0,17075	0,06799 (*)	0,17481	0,0001 (***)	0,07063 (*)	0,41550
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	82,92%	93,20%	82,52%	99,99%	92,94%	58,45%
<b>R<sup>2</sup></b>	11,29%					
<b>F</b>	3,416114	<b>Gradi di libertà</b>	161			
<b>significatività F</b>	0,003404	<b>R<sup>2</sup> adj</b>	7,84%			

Tabella 4.3. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'emittente. ( \*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).

	log(vendite)	VC dummy	Dummy privatizzazioni	Ln age	ln_assets	positive EPS dummy
<b>Coefficienti angolari</b>	1,39E-010	-0,000209	-0,000812	0,000201	1,24E-005	0,000647
<b>Errore std coeff angolare</b>	9,57E-011	0,000331	0,000599	0,000156	0,000100	0,000503
<b>T-stat</b>	1,450728	-0,632286	-1,355236	1,289013	0,123608	1,284735
<b>P value</b>	0,07343 (*)	0,26360	0,08767 (*)	0,09870 (*)	0,45081	0,09944 (*)
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	92,66%	73,64%	91,23%	90,13%	54,92%	90,06%
<b>R<sup>2</sup></b>	7,32%					
<b>F</b>	2,192283	<b>Gradi di libertà</b>	161			
<b>significatività F</b>	0,046557	<b>R<sup>2</sup> adj</b>	3,71%			

Tabella 4.4. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'emittente. ( \*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).



La Tabella 4.3, (nella pagina precedente), riporta i responsi ottenuti dall'analisi regressiva, presentante come variabile dipendente il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati, ottenuta come somma delle frequenze di comparizione misurate per le liste di parole (definitive), negative, d'incertezza e deboli modali e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'emittente.

La Tabella 4.4, (nella pagina precedente), mostra invece, i risultati dati in output dall'analisi regressiva avente come entità oggetto di studio, il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi costituenti il database complessivo, ottenuta come somma delle frequenze di comparizione misurate per le liste di vocaboli (definitive), positive e forti modali e come grandezze indipendenti sempre le caratteristiche dell'emittente.

Una nota tecnica, vengono considerati in questo studio, significativi, tutti i legami esistenti in corrispondenza di un valore di rifiuto dell'ipotesi nulla maggiore o uguale al 90%, e quasi tali, quelli dove quest'ultima percentuale è compresa tra l'88% e l'89%.

Entrando nello specifico dell'osservazione dei risultati, un primo aspetto che balza subito all'occhio è che, le stesse variabili tendono a spiegare meglio la parte negativa del tono presentato da un dato prospetto informativo, rispetto a quella positiva. (il coefficiente di determinazione è infatti maggiore nel primo caso rispetto al secondo, pur mantenendosi comunque piuttosto basso in ambo le situazioni).

Un secondo commento che sorge immediatamente spontaneo, osservando i risultati pubblicati, è che, si può notare come le due tonalità prese a riferimento, nonostante in linea di principio, dovrebbero costituire degli opposti e comportarsi quindi in maniera tale, nella realtà esse non assumono un andamento speculare tra di loro. Ad esempio, se la dimensione aziendale, espressa dalla "ln\_assets" sembra essere legata in maniera negativa e significativa con il tono tetro riscontrato nei diversi prospetti informativi esaminati, ciò non implica che, al contrario la stessa variabile sia correlata in maniera sempre significativa e in questo caso, positiva, con la frazione di linguaggio ottimistico, presente all'interno dei diversi testi studiati nel corso di questa indagine.

Detto ciò, analizzando più da vicino i dati ottenuti, si può concludere che, inaspettatamente, a differenza di quanto ipotizzato in partenza, la quantità di parole di carattere tutto sommato negative, non sembra dipendere né dalla dimensione del fatturato ( $\log(\text{vendite})$ ), né dal fatto di aver generato degli utili (positive EPS dummy), durante l'esercizio precedente la quotazione.

Questo potrebbe, essere spiegato sulla base del fatto che, le poche vendite e l'esiguo

flusso di cassa in entrata, prima dello sbarco in Borsa, che alcune aziende fanno registrare, non sono frutto di una loro incapacità produttiva e/o gestionale ma piuttosto, della concreta possibilità che esse si trovino ancora in una fase iniziale del proprio ciclo di vita, e che quindi queste caratteristiche, generalmente scontate come negative, in tali casi vengano interpretate come normali e assolutamente non eccezionali, soprattutto se rapportate allo stato dell'arte in cui l'emittente in questione si trova.

Al contrario, le due grandezze appena elencate sembrano invece influenzare in maniera significativa e positiva, la presenza di un tono ottimistico all'interno dei diversi prospetti informativi.

Questo responso appare tuttavia in linea con quanto ipotizzato in partenza, ossia è normale pensare che, un'azienda capace di generare un fatturato alto e degli utili nell'anno antecedente la sua IPO, sia portata ad adottare un tono più roseo, in fase di stesura della documentazione d'informativa al pubblico.

Una piccola puntualizzazione per quanto riguarda la variabile "positive EPS dummy", il legame positivo tra quest'ultima grandezza e la somma delle frequenze di comparizione delle classi di parole positive e forti modali, potrebbe essere "sporcato" o comunque risentire dell'influenza del fatto che, tra i vocaboli chiave contenuti in queste liste rientra anche lo stesso lemma "utile", tuttavia si propende a pensare che, un legame simile tra le grandezze considerate sia dato da dei fattori logici-razionali, piuttosto che da una semplice conseguenza, derivante dalla particolare costruzione architettonica presentata dalle classi tonali considerate.

Riprendendo il discorso precedente, un altro risultato imprevisto è stato quello inerente all'età dell'emittente (Ln age), infatti dalle regressioni svolte parrebbe che questa sia legata in modo positivo (e significativo), ad ambo le classi tonali prese a riferimento.

Quello che però viene da pensare a priori, facendo riferimento alla teoria classica, è che, questa caratteristica aziendale possa spiegare in tal senso un linguaggio ottimistico adottato dagli emittenti, (o da chi per essi), in sede di stesura del prospetto informativo, sulla base del fatto che, in genere il mercato tende a percepire come più sicure, stabili, mature, note e conosciute, le aziende quotande più longeve.

Tuttavia questo doppio legame positivo (addirittura più forte nel caso della presenza di un lessico pessimistico all'interno dei testi analizzati), potrebbe essere interpretato in questo modo: le società più antiche, sono anche quelle che hanno più storia alle spalle e che quindi hanno più informazioni da rendere note e da comunicare ai propri potenziali investitori, le quali possono essere sia positive che negative, in base all'andamento

passato della stessa azienda quotanda.

Sotto questa lente d'ingrandimento, l'età di una data impresa non sembrerebbe pregiudicare la tipologia e la direzione delle informazioni aggiuntive, che la sua longevità permette a lei o al mercato di possedere, ma al più, consente di concludere che queste saranno in numero maggiore, rispetto al caso in cui a quotarsi sia una società più giovane. Proseguendo, anche la “dummy privatizzazioni” ha un comportamento strano, infatti sembrerebbe che essa non influenzi la componente pessimistica del tono assunto da un prospetto informativo, mentre condizioni in maniera negativa quella ottimistica. Ossia nel caso in cui una data IPO corrisponda anche ad un'operazione di privatizzazione, allora la documentazione inerente a ciò, conterrà meno termini di estrazione positiva.

La spiegazione di tutto ciò è al quanto complessa, l'unica osservazione teorica che può venire in aiuto è quella di Loughran (1994), il quale ha ipotizzato, analizzando il mercato cinese, che i potenziali investitori potrebbero scontare negativamente il fatto che un emittente sia sottoposto ad una maggiore rigidità istituzionale, normativa e burocratica, perchè oggetto di una partecipazione o di un controllo statale.

E anche se l'operazione stessa di privatizzazione tende a rompere questi legami, una certa dose di inflessibilità potrebbe comunque rimanere, anche in una fase post quotazione, nella misura in cui, parte della quota governativa venga trattenuta.

Più semplice è invece l'interpretazione dei risultati ottenuti relativamente alla dimensione aziendale (“ln\_assets”), infatti parrebbe che al crescere della grandezza dell'emittente (intesa come valore posto a bilancio dei suoi asset), il tono diventi se non più positivo, o almeno meno negativo (come denota il fatto che esiste un legame  $<0$  tra la “ln\_assets” e la frequenza di comparizione delle parole pessimistiche e d'incertezza), quindi, come osservato empiricamente anche da Friedlan (1994), al crescere del fatturato e del valore delle attività di un emittente, l'incertezza relativa allo stesso e alla sua operazione di quotazione tende a diminuire, e con essa, sia l'incidenza di tale classe lessicale all'interno dei documenti d'informativa al pubblico, ma anche e soprattutto, dell'underpricing.

Infine l'ultima variabile da prendere in considerazione è la “VC dummy”.

Dell'influenza che un venture capitalist può avere su di una data IPO, se ne è discusso a lungo all'interno dell'ambiente economico-finanziario.

Due sono le scuole di pensiero predominanti, emerse, circa la presente questione. Da un lato c'è chi sostiene che un venture capitalist, in qualità di persona informata sull'emittente, è in grado di fornire maggiori notizie riguardanti una particolare IPO e il valore dei titoli oggetto dell'offerta, diradandone in parte i dubbi che ne affliggevano la valutazione da

parte degli investitori.

D'altro canto Lowry e Schwert (2010), e Loughran e McDonald (2013), sulla base dei risultati ottenuti nei propri studi, hanno invece ipotizzato che per un'impresa, essere VC backed, denotava il fatto che fosse piccola, non profittevole, il cui business era magari soggetto ad un alto grado di volatilità, vedendo quindi nel ricorso a dei fondi di venture capital, una specie di ultima spiaggia del credito, da ricercare quando la società in questione non era in grado ne di auto provvedere a se stessa, attraverso l'uso dei flussi di cassa positivi generati dalla propria attività operativa, (qualora fosse in grado di realizzarli), ne tanto meno, fosse stata capace di accedere al prestito bancario, per via dei suoi, poco promettenti, fondamentali.

In accordo con il primo filone teorico, era logico ipotizzarsi un legame positivo tra la "VC dummy" e la frazione ottimistica del tono presentato da un dato prospetto informativo, ed una correlazione negativa, tra la stessa variabile e la parte più pessimistica di quest'ultimo. Seguendo invece la seconda scuola di pensiero, era più logico aspettarsi l'esistenza di legami che fossero esattamente opposti a quelli appena descritti.

I risultati ottenuti in questa indagine tendono a confermare la seconda ipotesi.

#### **4.2.3. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche dell'offerta.**

Commentati e spiegati a dovere, i risultati ottenuti in output dall'analisi regressiva tra il tono presentato dai diversi prospetti informativi esaminati e le caratteristiche firm specific, è giunto il momento di procedere all'interpretazione del secondo filone di responsi, ossia di quelli osservati in occasione dell'analisi, sempre delle medesime variabili dipendenti, in questo caso però, poste in relazione con le peculiarità presentate dalle varie IPO, costituenti il database complessivo.

A tal proposito, nel seguito, essi verranno mostrati e pubblicati all'interno delle Tabelle 4.5 e 4.6 (pagina seguente), nelle quali vengono prese come grandezze oggetto di studio, rispettivamente, una proxy della parte pessimistica del linguaggio adottato dagli emittenti (o da chi per essi), in fase di stesura dei documenti d'informativa al pubblico e un'entità rappresentante invece la frazione ottimistica dello stesso.

Queste grandezze sono state costruite in modo identico al caso precedente, perciò per eventuali approfondimenti si rimanda il lettore al sottoparagrafo 4.2.2.

(Tabella 4.5 e Tabella 4.6).

	N az OPV/ N az pre IPO	Share overhang	Top-tier dummy	Ln offersize	dummy ipo 99- 2000	N az OPS/ N az pre IPO
<b>Coefficienti angolari</b>	0,000974	-0,000273	0,000405	-0,000474	-0,000422	-5,83E-005
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,001720	0,000182	0,000489	0,000206	0,000465	2,69E-005
<b>T-stat</b>	0,566259	-1,502474	0,827457	-2,297141	-0,908161	-2,169542
<b>P value</b>	0,28561	0,06649 (*)	0,20399	0,01081 (**)	0,18190	0,01502 (**)
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	71,44%	93,35%	79,60%	98,92%	81,81%	98,50%
<b>R^2</b>	7,69%					
<b>F</b>	2,233825	<b>Gradi di libertà</b>	161			
<b>significativi tà F</b>	0,042737	<b>R^2 adj</b>	4,09%			

Tabella 4.5. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'offerta. ( \*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).

	N az OPV/ N az pre IPO	Share overhang	Top-tier dummy	Ln offersize	dummy ipo 99-2000	N az OPS/ N az pre IPO
<b>Coefficienti angolari</b>	-0,001288	0,000083	0,000492	-0,000160	-0,001133	-0,000033
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,001340	0,000141	0,000381	0,000161	0,000362	0,000021
<b>T-stat</b>	-0,961216	0,585865	1,291424	-0,994771	-3,129616	-1,583916
<b>P value</b>	0,16822	0,27898	0,09828 (*)	0,15992	0,00088 (***)	0,05661 (*)
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	83,17%	72,10%	90,17%	84,01%	99,91%	94,34%
<b>R^2</b>	9,42%					
<b>F</b>	2,789505	<b>Gradi di libertà</b>	161			
<b>significativi tà F</b>	0,013248	<b>R^2 adj</b>	5,89%			

Tabella 4.6. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'offerta. ( \*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).

In questo secondo caso preso in esame, al contrario di quanto accaduto in precedenza, è possibile notare che, le stesse variabili tendono a spiegare meglio la parte positiva del tono presentato da un dato prospetto informativo, rispetto a quella negativa. (il coefficiente

di determinazione è infatti maggiore nella Tabella 4.6, rispetto a quello mostrato dalla 4.5, pur mantenendosi, ancora una volta, comunque piuttosto basso in ambo i casi).

Nuovamente, poi è possibile affermare che, sulla base degli esiti ottenuti in questo frangente, le due tonalità considerate, nonostante in linea di massima, dovrebbero costituire degli opposti e comportarsi quindi in maniera tale, nella realtà esse non assumono un andamento speculare tra di loro.

Entrando più nello specifico della questione, la prima particolarità che balza all'occhio, è che la variabile “N az OPV/N az pre IPO” non sembra in grado di influenzare in generale il tono presentato da un dato prospetto informativo.

Questo riscontro però è piuttosto strano, in quanto equivarrebbe a dire che, al variare della quota di controllo ceduta, l'IPO in questione non risentirebbe di alcuna particolare conseguenza.

Tuttavia questo esito è spiegabile sulla base del fatto che, l'influenza di questa variabile potrebbe risentire della presenza della grandezza “share overhang”, la quale rappresenta di fatto, la quota mantenuta dagli azionisti esistenti rispetto al numero di titoli oggetto dell'offerta, in occasione di una data IPO.

Infatti in un'altra serie di regressioni (qui non riportate), eliminando quest'ultima grandezza, la “N az OPV/N az pre IPO” diventa collegata in modo negativo con la frazione ottimistica del tono presentato da un dato prospetto informativo, con una significatività del 90%, mentre invece con una percentuale pari a circa l'89%, (ossia in modo quasi accurato), diviene capace di spiegare, attraverso un legame positivo, la parte di lessico pessimistico, presente all'interno dei diversi documenti esaminati.

Tutto questo sembra concordare con la teoria classica, in quanto come si era detto all'interno del capitolo d'apertura, la quota messa in vendita dagli insider può fungere da proxy dell'incertezza inerente ad una IPO. In particolare al salire della prima, aumenta anche la seconda, sintomo che gli investitori percepiscono come più rischiosa l'intera operazione.

Quindi è normale aspettarsi che maggiore è il numero delle azioni cedute dagli azionisti esistenti, in occasione di una quotazione, più spinto sarà il tono negativo presentato dal relativo prospetto informativo, sulla base del fatto che, in questo modo i dubbi circa la bontà di tale IPO aumentano. Al contrario più alta è la quota trattenuta dagli stessi, più ottimistico sarà il tono adottato dagli emittenti (o da chi per essi), in fase di stesura della documentazione rivolta al pubblico di potenziali investitori.

Il medesimo concetto, può essere preso a riferimento anche per spiegare il legame

negativo presentato dalla “Share overhang”, (rappresentante della quota mantenuta dagli azionisti di controllo), nei confronti della frazione pessimistica del lessico contenuto all'interno di un dato prospetto informativo e quello (seppur non significativo), positivo, presentato nei confronti della parte ottimistica dello stesso.

Sempre restando in tema di proxy, atte a rappresentare la tipologia di offerta scelta da un dato emittente, appare particolare, nonché strano, il fatto che la “N az OPS/ N az pre IPO”, la quale descrive l'incidenza che i titoli di nuova emissione presentano su quelli già esistente prima della quotazione, sia correlata negativamente, ed in modo significativo, con ambo gli aspetti tonali indagati in questa sede. Se però a livello teorico, una relazione simile era attesa, per quanto riguardava la parte lessicale positiva presente nei diversi prospetti informativi, sulla base anche delle considerazioni esternate sempre nel primo capitolo, dove si asseriva che, l'aumentare dei titoli di nuova emissione offerti durante un'IPO, probabilmente denotava il fatto che l'emittente era giovane, poco profittevole, con un business piuttosto instabile, o comunque non in grado di provvedere al suo sostentamento, obbligando la stessa a ricorrere quindi al mercato, per intercettare nuovi finanziamenti. Al contrario un legame simile, con la parte negativa del tono presentato dai documenti d'informativa al pubblico, è almeno in linea teorica del tutto inaspettato.

L'unica interpretazione plausibile che può venire sviluppata in merito, è una molto simile a quella utilizzata per spiegare i legami ottenuti in output tra le stesse “Y” analizzate in questa serie di regressioni e la “Ln age”.

Ancora una volta quindi è possibile affermare che, all'aumentare dei titoli di nuova emissione collocati, diminuirà sì tendenzialmente, l'età dell'impresa, il suo fatturato, la sua capacità di generare utili, le sue dimensioni...ecc. (Ed infatti la grandezza “N az OPS/ N az pre IPO” è risultata correlata negativamente con tutte le proxy rappresentati tali caratteristiche aziendali), ma questa eventualità determina a priori solo il fatto che, l'emittente in questione, (o i suoi intermediari), sulla base delle sue peculiarità, avrà a disposizione meno informazioni su di se, in quanto probabilmente si tratta di una società appena nata o comunque in vita da poco.

In ogni caso però, non è dato sapere ex-ante, se tale carico conoscitivo avrebbe potuto racchiudere al proprio interno delle notizie di carattere positivo o negativo.

Restando in tema di comportamenti “strani”, la “dummy ipo 99-2000” risulta correlata negativamente con la sola frazione tonale positiva, mentre risulta scarsamente significativa nello spiegare quella pessimistica.

L'unica interpretazione possibile in questo caso, è che probabilmente, negli anni della

bolla dei titoli “.com”, data l'allora grande euforia dei mercati, molte società, soprattutto giovani e operanti nei settori dell'hi-tech, i quali fondamentali in termini di utili, dimensioni, fatturato,..ecc. Non erano brillanti, cogliendo la palla al balzo, hanno deciso di sbarcare ugualmente in Borsa, cercando di cavalcare anch'essi quell'onda di generale ottimismo che contraddistingueva il “mood” di fondo, presentato da quasi tutti i potenziali investitori. Tuttavia però, come già sottolineato in precedenza, delle caratteristiche simili imponevano a tali emittente (o ai suoi intermediari), di adottare un tono non troppo positivo nello descriverle, ecco forse spiegato il perchè di tale legame tra quest'ultima frazione lessicale e la “dummy ipo 99-2000”.

Passando oltre, almeno due variabili hanno confermato le attese, trattasi in particolare della “Top-tier dummy” e della “Ln offersize (off globale)”.

La prima, rappresentante la scelta o meno da parte di un'azienda quotanda, di ricorrere ai servizi di un underwriter di alta gamma, mentre invece la seconda, raffigurante la dimensione dell'offerta globale espressa in controvalore della stessa.

Nel caso relativo alla scelta dell'intermediario, si è ottenuto in output dalle regressioni svolte, un legame positivo e significativo tra la suddetta grandezza e la fetta ottimistica del lessico utilizzato dallo stesso, in fase di stesura di un dato testo d'informativa al pubblico. Questo è sintomo che comunque, nonostante le recenti osservazioni sviluppate in merito alla questione dai diversi economisti, il prestigio dell'underwriter influisce ancora oggi, in maniera positiva e abbastanza evidente, sulla qualità dell'offerta curata e quindi anche sul grado di rischiosità che gli investitori tendono ad attribuirgli. Tutto questo diventa ancor più vero nel caso in cui tali intermediari s'impegnano in prima persona a garantire la buona riuscita delle operazioni di quotazioni, delle quali curano il collocamento, legandosi al relativo emittente, attraverso dei contratti di tipo “firm commitment”.

Spostando invece l'attenzione sulla “Ln offersize (off globale)”, molto similmente a quanto osservato nella sezione precedente in merito alla “ln\_assets”, anche in questo caso, tale entità parrebbe essere collegata in modo negativo e significativo con la proxy rappresentate la quota parte “tetra” del lessico contenuti all'interno dei testi analizzati in questa sede, mentre invece sembrerebbe non condizionare quella positiva.

Tutto ciò è però comprensibile, soprattutto se valutato alla luce del fatto che la “Ln offersize (off globale)”, sottintende il fatto che l'impresa quotanda in questione, sia di dimensioni elevate e profittevole, (questo è dimostrato anche dalla correlazione fortemente positiva presentata dalla presente grandezza indagata, nei confronti della “ln\_assets” e della “log(vendite)”).



Quindi facendo nuovamente riferimento alle conclusioni sviluppate da Friedlan (1994), al crescere della dimensione e del valore dell'offerta, l'incertezza relativa alla stessa tende a diminuire, e con essa, anche l'incidenza della classe lessicale negativa all'interno dei documenti d'informativa al pubblico, ma anche e soprattutto, dell'underpricing legato all'IPO presa a riferimento.

#### **4.2.4. Le regressioni contenenti come variabili indipendenti le caratteristiche del mercato in fase pre IPO.**

Riportati e analizzati, i risultati ottenuti in output dall'analisi regressiva, tra il tono presentato dai diversi prospetti informativi esaminati e le caratteristiche firm specific e quelle dell'offerta, non resta altro che osservare e spiegare la serie di esiti, relativi allo studio del legame esistente tra le stesse variabili dipendenti, prese a riferimento anche nei casi precedenti e le peculiarità presentate dal mercato, nel periodo non solo antecedente l'offerta stessa, ma anche alla stesura dei documenti d'informativa al pubblico.

Le Tabelle 4.7 e 4.8 riportate nel seguito, avranno quindi il compito di illustrare quanto emerso in fase di svolgimento delle suddette indagini. Nuovamente nella prima delle due, la grandezza oggetto di studio, è la proxy della parte pessimistica del linguaggio adottato dagli emittenti (o da chi per essi), in fase di stesura dei prospetti informativi, mentre nella seconda la "Y" è invece una grandezza atta a descrivere la porzione ottimistica dello stesso.

Per prendere visione delle modalità di costruzione di tali proxy, si rimanda il lettore al sottoparagrafo 4.2.2.

	<b>MIB30gg</b>
<b>Coefficienti angolari</b>	-0,000477
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,003701
<b>T-stat</b>	-0,128884
<b>P value</b>	0,44872
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	55,12%
<b>R^2</b>	0,01%
<b>F</b>	0,016611

Tabella 4.7. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'mercato in fase pre IPO.

(Tabella 4.8).

	<b>MIB30gg</b>
<b>Coefficienti angolari</b>	-0,002683
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,002904
<b>T-stat</b>	-0,923952
<b>P value</b>	0,17776
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	82,22%
<b>R^2</b>	0,51%
<b>F</b>	0,853687

Tabella 4.8. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative le caratteristiche dell'mercato in fase pre IPO.

I risultati ottenuti in questa fase analitica, vanno esattamente contro tutto quello che ci si poteva attendere da essi.

Infatti in linea teorica, ci si sarebbe aspettato, in primis che l'andamento del mercato fosse in grado di condizionare pesantemente la tonalità lessicale presentata dai diversi prospetti informativi e in secondo luogo che esso avrebbe influenzato in modo positivo la quota parte ottimistica dello stesso e in modo negativo quella pessimistica.

Infatti a rigor di logica, ciò che si tende ad ipotizzare è che, a fronte di un ciclo economico espansivo e di crescita, i potenziali investitori presentando un "sentiment" di fondo più roseo, spingano anche gli emittente (o i loro intermediari), ad adottare un punto di vista simile, il quale si sarebbe, sempre teoricamente parlando, dovuto riflettere in una modalità di stesura dei prospetti informativi, più propensa e portata ad utilizzare dei termini maggiormente positivi in loco di quelli negativi.

Invece i responsi osservati indicano l'esatto contrario, ossia che il mercato non influenza minimamente le scelte lessicali, di coloro che sono chiamati a redarre i documenti atti ad informare il pubblico di potenziali investitori, circa l'esistenza di una data IPO.

In un primo momento, si è pensato che ciò fosse dovuto ad un errore nella costruzione della proxy atta a descrivere l'andamento del mercato, soprattutto per quanto concerne l'intervallo preso a riferimento. Quindi si è provato a replicare le regressioni, considerando un intervallo temporale più esteso, che non andasse più, dai 40 ai 10 giorni (di Borsa), antecedenti l'offerta, ma che al contrario comprendesse i 50 giorni (di contrattazioni),

intercorrenti tra le 60 le 10 sedute di scambi pre IPO. Tuttavia anche in questo caso (seppur qui non riportati), i risultati ottenuti mostravano dei legami privi di significatività con ambo le “Y” studiate.

Sulla base di ciò, si è poi optato per variare la modalità analitica d'indagine, o meglio si è considerata l'eventualità che la relazione esistente tra queste grandezze potesse non essere di natura lineare, ma magari quadratica. Si è quindi provveduto ad elevare al quadrato tali entità. Ancora una volta però, gli esiti sono stati deludenti, rimanendo in linea con i precedenti.

Si è cominciato quindi a credere che il problema poteva non essere di ordine pratico-analitico, ma piuttosto concettuale.

La spiegazione di questi responsi forse risiede nel fatto che, le aziende che intendono quotarsi, osservano l'andamento dei mercati in modo differente rispetto a quanto si era ipotizzato in principio.

Tuttavia il perno del discorso resta immutato, ossia, è comunque innegabile il fatto che gli emittenti nel prendere le proprie decisioni strategiche, in ogni caso, diano almeno un'occhiata alla particolare congiuntura economica presente nel momento in cui sono chiamati a compiere tali scelte. Quello che forse cambia però, rispetto a quanto teorizzato in precedenza, è il modo attraverso cui fanno ciò e come lo stesso processo influenzi poi, le proprie prese di posizione.

E' possibile affermare quindi, che molto probabilmente l'andamento del mercato non condiziona la fase o comunque le modalità di stesura del prospetto informativo, ma al contrario influisce su di uno step precedente ad esso, ossia la scelta stessa di quotarsi o meno.

Questo è dimostrato dal fatto che, negli anni in cui vigeva un ciclo economico favorevole ed espansivo, si è assistito a dei fenomeni di listing di massa, al contrario, in quelli caratterizzati da delle fasi recessive e quindi da dei ribassi tendenziali nelle principali piazze finanziarie mondiali, si sono verificate molto spesso, delle vere e proprie situazioni in cui le aziende tendevano a “fuggire” dai mercati.

E' probabile poi, che quando una società decide di quotarsi, il tono adottato durante il processo di stesura del documento d'informativa al pubblico degli investitori, risenta meno di quest'ultimo aspetto e sia invece maggiormente condizionato da altri fattori, quali le caratteristiche firm specific e quelle dell'offerta stessa.

L'andamento del mercato riassume poi, di nuovo, un ruolo di primissimo piano nell'influenzare l'operazione di quotazione, durante tutta la fase decisionale relativa al

pricing dei titoli offerti. In particolare nel corso dell'intera procedura di road show e di book building, ma in fondo, anche nel caso della determinazione del price range iniziale, l'emittente e i suoi intermediari, di fatto s'immergono nel vero senso del termine, all'interno dei mercati, in modo da coglierne in maniera, quanto più possibile definita e corretta il "sentiment", così da poter operare una scelta dell'offer price, che sia più vicina alle aspettative presentate dai potenziali investitori.

Questo però, rappresenta purtroppo solo un timido tentativo d'interpretazione e di attribuzione di significato ai risultati, tutt'altro che convincenti, ottenuti nel presente contesto analitico, in modo che possano assumere quanto meno un barlume di razionalità.

#### **4.2.5. Le regressioni di sintesi.**

Col termine di "regressioni di sintesi", s'intende riportare e far riferimento ai risultati osservati a seguito dello sviluppo di una fase analitica, dove si è voluto studiare il legame presentato dalle medesime variabili oggetto di studio considerate nei casi precedenti, con tutte le grandezze esplicative chiamate in causa nel corso della presente relazione.

Prima di entrare nello specifico, è necessario fare alcune considerazioni.

Innanzitutto è logico pensare che la significatività e il legame presentato dalle diverse entità indipendenti, cambi al mutare di quelle che vengono inserite all'interno delle diverse regressioni, risentendo e venendo condizionate dalla presenza di una specifica grandezza piuttosto che di un'altra.

In secondo luogo, sulla base dell'osservazione appena proposta, e a fronte dei responsi esaminati all'interno dei sottoparagrafi precedenti, è possibile ipotizzare che, escludendo qualche strano capovolgimento di scena, l'andamento del mercato risulti nuovamente decorrelato dal tono presentato dai diversi prospetti informativi esaminati. Che le variabili caratterizzanti un dato emittente siano in grado di mantenere la maggior parte della propria significatività in occasione dell'analisi della frazione linguistica negativa, a discapito di quelle inerenti le relative IPO, sulla base del fatto che le prime erano maggiormente in grado di spiegare la varianza della suddetta grandezza oggetto di studio ed infatti presentavano un coefficiente di determinazione ( $R^2$ ), più elevato.

Per le stesse ragioni, è logico attendersi che possa accadere il contrario, per quanto riguarda invece, l'indagine dell'entità atta a rappresentare la frazione tonale positiva contenuta nei vari prospetti informativi esaminati.

Ancora una volta gli esiti ottenuti verranno pubblicati entro due Tabelle (la 4.9 e la 4.10, a pagina 172 e 173), le quali rispettivamente adoteranno come “Y” la somma delle frequenze di comparizione dalle liste di parole (definitive), negative, d'incertezza e deboli modali, come proxy di un lessico pessimistico, e la somma di quelle misurate in corrispondenza degli insiemi di termini positivi e forti modali, che fungerà da proxy di un linguaggio invece ottimistico.

(Tabella 4.9).

	MIB30gg	N az OPV/ N az pre IPO	Share overhang	Top-tier dummy	Ln offersize	dummy ipo 99-2000	N az OPS/ N az pre IPO
<b>Coefficienti angolari</b>	0,000915	-0,000189	-0,000198	0,000375	-0,000355	-0,000230	-0,000043
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,003755	0,001793	0,000188	0,000499	0,000271	0,000503	0,000028
<b>T-stat</b>	0,243675	-0,105150	-1,053903	0,751604	-1,308285	-0,457554	-1,559617
<b>P value</b>	0,40374	0,45813	0,14596	0,22614	0,09539 (*)	0,32364	0,05943 (*)
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	59,63%	54,19%	85,40%	77,39%	90,46%	67,64%	94,06%
<b>R^2</b>	14,13%						
<b>F</b>	1,949920	<b>Gradi di libertà</b>	154				
<b>F significatività</b>	0,029337	<b>R^2 adj</b>	6,16%				

	log(vendite)	VC dummy	Dummy privatizzazioni	Ln age	ln_assets	positive EPS dummy
<b>Coefficienti angolari</b>	-1,69E-007	0,000497	-0,000531	0,000605	-0,000071	-0,000213
<b>Errore std coeff angolare</b>	2,72E-007	0,000440	0,000764	0,000203	0,000176	0,000661
<b>T-stat</b>	-0,616173	1,129880	-0,694488	2,975205	-0,405492	-0,322872
<b>P value</b>	0,26889	0,12926	0,24369	0,0015 (***)	0,34256	0,37340
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	73,11%	87,07%	75,63%	99,85%	65,74%	62,66%

Tabella 4.9. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono negativo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative tutte quelle fin qui considerate all'interno della presente relazione. ( \*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).

(Tabella 4.10).

	MIB30gg	N az OPV/ N az pre IPO	Share overhang	Top-tier dummy	In offersize	dummy ipo 99-2000	N az OPS/ N az pre IPO
<b>Coefficienti angolari</b>	-0,000328	-0,002192	0,000041	0,000603	-0,000206	-0,000796	-0,000022
<b>Errore std coeff angolare</b>	0,003039	0,001410	0,000147	0,000393	0,000212	0,000396	0,000022
<b>T-stat</b>	-0,107865	-1,554925	0,281602	1,535005	-0,971144	-2,010730	-0,991013
<b>P value</b>	0,45705	0,0600 (*)	0,38912	0,0624 (*)	0,16574	0,0222 (**)	0,16084
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	54,29%	94,00%	61,09%	93,76%	83,43%	97,78%	83,92%
<b>R^2</b>	14,20%						
<b>F</b>	1,960548	<b>Gradi di libertà</b>	154				
<b>significatività F</b>	0,028297	<b>R^2 adj</b>	6,23%				

	log(vendite)	VC dummy	Dummy privatizzazioni	Ln age	ln_assets	positive EPS dummy
<b>Coefficienti angolari</b>	2,05E-007	-0,000097	-0,000853	0,000156	0,000113	0,000333
<b>Errore std coeff angolare</b>	1,59E-007	0,000345	0,000601	0,000160	0,000138	0,000523
<b>T-stat</b>	1,286953	-0,279586	-1,420300	0,974217	0,820264	0,637029
<b>P value</b>	0,09906 (*)	0,38990	0,07776 (*)	0,16497	0,20603	0,26205
<b>% Rifiuto ipotesi=0</b>	90,09%	61,01%	92,22%	83,50%	79,40%	73,80%

Tabella 4.10. Analisi regressiva con variabile oggetto di studio il tono positivo assunto dai vari prospetti informativi esaminati e come grandezze esplicative tutte quelle fin qui considerate all'interno della presente relazione. (\*\*\* = sign. 1%, \*\* = sign. 5%, \* = sign. 10%).

Una precisazione prima di entrare nel merito dell'analisi dei risultati ottenuti, chiaramente ognuna di queste tabelle sono divise in due parti per problemi di spazio, tuttavia esse devono venir lette come se fossero un tutt'uno.

Gli esiti osservati in questo frangente non sono brillantissimi, soprattutto per quanto riguarda il caso in cui viene studiata la porzione di tono negativa.

Infatti delle tredici variabili prese in considerazione, nel tentativo di studiare la suddetta "y", (dodici non considerando l'andamento del mercato), solo tre appaiono significative e sono

nell'ordine, la "ln\_offersize", la "N az OPS/ N az pre IPO" e la "Ln age".

Invece, al contrario di quanto visto in precedenza, ora perdono parte della propria capacità esplicativa, la "VC dummy", la "ln\_assets", e la "Share overhang".

Questo fenomeno potrebbe essere dato appunto, come si diceva all'inizio del presente sottoparagrafo, dal fatto che la presenza in contemporanea di alcune variabili, potrebbe influenzare la significatività delle stesse. A dimostrazione di ciò, è possibile anche sottolineare che, in generale la tipologia dei legami osservati non è mutata, ("positive EPS dummy" a parte), ma ne è cambiata solo l'intensità e quindi anche la validità degli stessi. Ad esempio, in una regressione qui non riportata, si è potuto notare che, anche solo eliminando la "N az OPV/ N az pre IPO", la "Share overhang" sarebbe tornata ad essere quasi significativa.

Poco migliore, è invece apparsa la situazione osservata in merito all'analisi avente come variabile dipendente la proxy della parte di tono positiva.

In questo caso sono state quattro le entità indipendenti in grado di mantenere la significatività del proprio legame, lasciandolo inalterato rispetto a quello visto in precedenza. Esse sono nell'ordine: la "Top-tier dummy", la "dummy ipo 99-2000", la "log(vendite)" e la "Dummy privatizzazioni".

Si sono invece registrati degli importanti cali nella capacità di spiegare la "Y" in questione, (pur conservando la stessa tipologia di legame presentato nei casi addietro), in occasione della "N az OPS/ N az pre IPO", della "Ln age" e della "positive Eps dummy".

In generale poi, anche in questo contesto le relazioni ottenute in output hanno conservato tutte lo stesso segno, assunto in corrispondenza delle altre regressioni effettuate.

Un altro evento che va sottolineato è il seguente. In questa sezione quando si è parlato della regressione avente come variabile dipendente la proxy relativa alla parte tonale negativa, si è detto che la "Share overhang" aveva perso la sua significatività, tuttavia lo stesso fenomeno in questo caso viene invece spiegato dalla grandezza "N az OPV/ N az pre IPO", la quale indica l'incidenza che la quota di titoli messa in vendita dagli insider in fase di IPO, presenta sull'ammontare del totale degli strumenti offerti.

Essa in questa fase, diviene collegata negativamente, in modo decisamente significativo, con la proxy della fetta di tono positivo intercettata nei diversi prospetti informativi esaminati.

In pratica il fenomeno spiegato è lo stesso, ma attraverso un punto di vista differente. Infatti, se in precedenza i risultati tendevano a sottolineare che, minore era la quota trattenuta dagli azionisti esistenti, maggiore era il tono negativo assunto da un dato

documento d'informativa al pubblico, sulla base del fatto che, un evento del genere rendeva l'offerta stessa più incerta e maggiormente rischiosa agli occhi degli investitori. In questo caso invece, si tende a spiegare tale eventualità in questo modo, più alta è la fetta di titoli posseduti dagli insider, ceduta in occasione della relativa IPO, meno ottimistico sarà il lessico attraverso cui verrà redatto il prospetto informativo. Le motivazioni che stanno alla base di ciò, sono le medesime che spiegano la valenza della "Share overhang".

Passando oltre, è interessante poi notare come, la "positive EPS dummy" abbia perso parte della propria significatività in questo caso, segno che in fondo, il fenomeno legato alla ricerca della stessa parola "utile", tra quelle costituenti le liste atte a rappresentare la frazione positiva del tono assunto dai diversi prospetti informativi, esaminati in questa sede, ha influenzato in minima parte la capacità esplicativa della suddetta grandezza. Infine un'ultima particolarità interessante, emersa da questo ciclo regressivo, però difficile da interpretare in modo razionale, è che l'età aziendale sembra essere, al contrario di quanto sostenuto dalla teoria classica, correlata positivamente con la frazione tonale negativa di un dato prospetto informativo, mentre invece sembrerebbe essere scollegata da quella positiva. Il perchè di questo fenomeno parrebbe essere un mistero senza fondamento logico, quasi impossibile da interpretare attraverso un punto di vista rigoroso e sensato.

Riassumendo, si è visto come in linea di massima le regressioni abbiano dato in output dei risultati, tutto sommato abbastanza in linea con quanto asserito dalla teoria classica relativa alle IPO, anche se in alcuni casi essa è stata messa a dura prova. (Si veda il caso ad esempio, del legame presentato dalle "Y" considerate, con la "Ln age" oppure con la "N az OPS/N az pre IPO").

Proseguendo, giunti a questo punto, non manca altro che riportare in modo chiaro e ordinato, quanto fin qui ipotizzato e osservato, entro una sezione conclusiva, nella quale vengano tirate le fila del discorso e si estragga quanta più conoscenza possibile dalla presente indagine, determinando quale posto quest'ultima possa andare ad occupare, entro l'ampia mole di studi inerenti alla stessa tematica, sviluppati negli ultimi decenni da diversi esperti sparsi per il mondo e di conseguenza facenti riferimento alle IPO avvenute nelle differenti piazze finanziarie globali.



## Conclusioni.

Durante la descrizione dell'analisi svolta, si è potuto osservare, come in generale le diverse caratteristiche firm specific, dell'offerta e del mercato influenzino in modo differente e con una diversa intensità, il tono presentato dai prospetti informativi esaminati in questo studio.

Un'altra importante conclusione a cui si è giunti, osservando i risultati ottenuti a seguito della fase regressiva, è quella, secondo la quale, si è potuto constatare che le due tonalità prese a riferimento (positiva e negativa), nonostante in linea di principio avrebbero dovuto rappresentare degli opposti e comportarsi quindi in maniera tale, nella realtà esse non assumono affatto un andamento speculare tra di loro. Ossia quando una variabile esplicativa era abile nello spiegare una grandezza dipendente, (cioè risultava significativa nel fare ciò), con una certa tipologia di legame, questo non implicava per forza di cose che, la prima fosse in grado di fare la stessa cosa, con l'altra "Y" presa a riferimento nel corso di questa indagine, attraverso però di una relazione che andasse nel verso contrario alla precedente, pur mantenendo comunque una grande validità nel farlo. (Ossia se una entità era correlata positivamente con la prima "Y", avrebbe di conseguenza, dovuto esserlo negativamente con la seconda e viceversa).

Non solo questo aspetto non è stato confermato dagli esiti osservati, ma addirittura tale eventualità non si è mai presentata del tutto nel corso delle diverse regressioni eseguite. Tuttavia questo comportamento ambiguo, appare piuttosto normale se letto alla luce di un dato che finora non è ancora stato citato espressamente, il quale però è in grado di ribaltare gli equilibri fin qui posti in gioco.

E' infatti emerso in sede di calcolo delle correlazioni, che le due proxy prese a riferimento per rappresentare le frazioni tonali positive e negative, potenzialmente assumibili dai diversi documenti d'informativa al pubblico, erano correlate positivamente e nemmeno in maniera troppo blanda, infatti il loro legame era pari a 0,4.

Questo fattore quindi ribalta tutto ciò che finora si è sempre stati portati a pensare, esso era presente anche all'interno dell'indagine svolta da Loughran e McDonald, ma in quel caso i due autori statunitensi non avevano dedicato a ciò alcuna visibilità e/o attenzione.

Materialmente parlando, tale correlazione implica quindi, il fatto che, in genere, all'interno dei testo presi a riferimento in questa sede, maggiore era il numero di parole con valenza negativa presenti in essi, e molto probabilmente più elevata sarebbe stata anche la quantità di termini di estrazione positiva sempre contenuti negli stessi e viceversa.

Questo aspetto diventa poi comprensibile e assolutamente razionale sulla base della seguente riflessione. In generale non esistono imprese (quotande), che per forza di cose sono caratterizzate da delle condizioni totalmente negative o totalmente positive.

Ognuna presenta dei punti di forza e di debolezza.

E' vero poi che in genere quelle più giovani, spesso e volentieri sperimentano dei fatturati ridotti, pochi o zero utili...ecc, le quali peculiarità se decontestualizzate appaiono decisamente di carattere controproducente, ma se invece poste in relazione al fatto che l'impresa in questione è molto probabilmente una start-up, allora esse in generale vengono pesate come meno sfavorevoli, a patto però che la stessa società presenti degli importanti, solidi e fattibili business plan orientati al suo sviluppo futuro.

Questo aspetto è dimostrato anche dal fatto che, il coefficiente di determinazione ( $R^2$ ), è sempre piuttosto basso in ogni regressione svolta, segno che le caratteristiche prese a riferimento, siano esse firm specific, relative all'offerta stessa o al mercato, solo fino ad un certo punto, sono in grado di spigare la varianza presentata dal tono assunto da un dato prospetto informativo, il quale dipenderà, per forza di cose, anche da altri fattori.

Quindi semplicemente esistono delle realtà nelle quali si ha una maggiore disponibilità di notizie al riguardo, e delle altre dove il suddetto carico conoscitivo è più ristretto, questo però non permette di concludere a priori se esso sarebbe stato di carattere positivo o meno.

Detto ciò, appare evidente come, difficilmente possano materializzarsi delle situazioni in cui un dato prospetto informativo presenti un tono molto pessimistico o al contrario decisamente ottimistico.

Al più, queste sono solo delle leggere sfumature, poste su di un substrato narrativo di fondo, comunque molto simile in tutti i diversi casi.

Ecco dunque che appare ora piuttosto comprensibile perchè alcune variabili, quali ad esempio la "Ln age" e la "N az OPS/N az pre IPO", sono correlate in modo significativo e con lo stesso medesimo tipo di legame ad ambo le entità dipendenti studiate in questa sede. Infatti la relazione positiva presentata nel primo caso e quella negativa nel secondo, sottolineano il fatto che, in genere le società più giovani, che ricorrono al mercato per finanziarsi in quanto non sono in grado di farlo attraverso i guadagni generati dal proprio

business, o non sono abbastanza solide da poter accedere al prestito bancario, semplicemente presentano meno informazioni che le riguardano, perchè appunto meno longeve. Ciò però non permette di stabilire a priori se quest'ultime sarebbero potute essere positive o negative.

Il tutto poi deve essere letto anche alla luce del fatto che, i prospetti informativi non vengono scritti dagli investitori, i quali a fronte di meno informazioni disponibili potrebbero intravedere una maggiore pericolosità nella data operazione di quotazione, assumendo un punto di vista al riguardo piuttosto pessimistico.

Essi vengono invece redatti dagli stessi emittenti, oppure dagli intermediari chiamati a gestire l'operazione in questione, il loro intento è quindi quello di rassicurare, nei limiti del possibile e del consentito, il potenziale pubblico d'interessati. Quindi per quest'ultimi l'aver a disposizione un carico nozionale ridotto, se opportunamente motivato, non è detto che debba tradursi per forza di cose in un aspetto negativo. Semplicemente potrebbe rappresentare un dato di fatto obbligato, stante la natura dell'emittente.

Un altro aspetto che poi va tenuto sempre ben presente è che, coloro che sono chiamati a redarre la documentazione relativa ad una IPO, non possono fare ciò, in modo del tutto libero, ma al contrario sono tenuti a rispettare dei particolari dettami stabiliti per quanto riguarda l'Italia da Borsa Italiana e da Consob. Ad esempio il prospetto informativo deve contenere al suo interno determinate informazioni e delle sezioni prestabilite, comuni a tutti i testi di quel tipo, quindi il lessico di fondo utilizzato per buona parte della scrittura di essi sarà piuttosto simile e "obbligato" in quasi tutti i casi.

Inoltre il fatto di analizzare le parole e non i numeri desta maggiore variabilità nei risultati, in quanto una cifra rappresenta un dato di fatto, mentre invece una parola può assumere diversi significati e diverse valenze in base al contesto d'uso. Sempre un numero poi, è in genere di carattere universale, ed è tale per tutti, mentre invece per descrivere uno stesso fenomeno possono venire utilizzati molti termini differenti e alternativi, i quali possono racchiudere al proprio interno delle sfumature semantiche leggermente differenti.

La scelta di quali usare poi può ad esempio dipendere dall'impostazione personale e dalla modalità di scrittura, che potrebbe contraddistinguere un dato soggetto, piuttosto che un altro, invece che essere guidata dai fondamentali effettivamente presentati dall'emittente in questione.

In ogni caso però, nonostante questa serie di considerazioni appena sviluppate, i risultati ottenuti a seguito dell'analisi regressiva svolta, in molti casi si sono dimostrati concordi con la teoria classica relativa alle IPO.

Questo è il caso ad esempio dei responsi osservati in occasione della “N az OPV/ N az pre IPO”, della “Share overhang”, della “Top-tier dummy”, della “In\_offersize”, della “log(vendite)”...ecc, dove si è effettivamente potuto constatare empiricamente che, quando un'azienda produce un fatturato ridotto nell'anno pre IPO ed è di piccole dimensioni (in termini di valore posto a bilancio relativo alle proprie attività), nel caso in cui poi, non sia in grado di generare utili (almeno nell'esercizio antecedente lo sbarco in Borsa), laddove la sua offerta globale è ristretta, non come numero di titoli collocati, ma come valore complessivo degli stessi, nelle situazioni in cui la quota trattenuta dagli azionisti esistenti è piccola ed infine, nel momento in cui, gli intermediari chiamati a gestire l'operazione in questione non sono di alta gamma, allora l'insicurezza relativa alla data operazione di quotazione sarà più elevata, segno che quelle appena elencate sono delle soddisfacenti proxy atte a rappresentare l'incertezza circondante una specifica offerta pubblica iniziale, sia da parte degli investitori che degli underwriter, che degli emittenti stessi. Inoltre quando queste condizioni tendono a materializzarsi, in occasione di una particolare procedura di listing, allora il tono presentato dal relativo prospetto informativo sarà piuttosto pessimistico.

Al contrario, all'aumentare delle dimensioni dell'offerta globale, dell'impresa quotanda, del fatturato, degli utili, nonché della qualità degli intermediari finanziari attivi nel collocamento dei titoli emessi e della quota trattenuta dagli insider, allora il lessico utilizzato in fase di stesura della documentazione relativa alla data IPO, assumerà un carattere maggiormente positivo, segno che l'incertezza relativa a tale operazione è poca.

Quindi concludendo, tutto sommato, sulla base dei responsi ottenuti in questa sede, l'analisi del tono linguistico presentato dai diversi prospetti informativi, (come è stata eseguita anche da Loughran e McDonald negli Stati Uniti), utilizzandolo come proxy dell'incertezza che circonda una data IPO, rappresenta un approccio senza dubbio innovativo, ma comunque in grado di dare in output dei risultati soddisfacenti e validi. Capace quindi di collegarsi piuttosto bene con lo studio e la previsione della price revision, dell'underpricing e della volatilità post quotazione riguardante i titoli di una specifica matricola.

Tuttavia questa modalità d'indagine, per quanto “buona” non può e non deve assolutamente sostituirsi in toto allo studio dei fondamentali, ed in fondo anche a quello degli stessi numeri contenuti nei diversi documenti d'informativa al pubblico, (come quelli racchiusi all'interno dei vari bilanci certificati, inerenti agli esercizi precedenti al listing). L'analisi del lessico così costruita, potrebbe inoltre necessitare di ulteriori sviluppi e

aggiustamenti futuri, soprattutto per quanto riguarda la costruzione di apposite liste di termini chiave da indagare e ricercare, non solo tradotte in diverse lingue, ma anche magari declinate e “tagliate” su misura, in relazione alle diverse tipologie di testi finanziari prese in considerazione.

In ogni caso, nonostante i miglioramenti che potrebbero (e dovrebbero), essere apportati a tale procedura, anche allo stato attuale dell'arte, questa sorta di esame lessicale potrebbe comunque integrarsi molto bene con lo studio dei fondamentali aziendali, eseguito oggi in occasione delle diverse offerte pubbliche iniziali. In questo modo si potrebbe dare vita, ad una nuova metodologia analitica e ad un più moderno approccio alla questione, in grado di consentire una valutazione a tutto tondo sia di un particolare emittente che intende sbarcare in Borsa, che della sua offerta.

## **Bibliografia.**

*Amelio F., Dubini A., Muserra F., Parrini L., Restelli A., 2009, Report sull'IPO in Italia, Analisi del processo di quotazione sul mercato italiano condotta da mergermarket, (per conto di Deloitte), Jeanne Gautron Publisher.*

*Arosio R., Cavallino S., Giudici G., Paleari S., 1999, L'Underpricing nelle Offerte Pubbliche Iniziali: uno studio sul mercato italiano nel periodo 1985-1998, Politecnico di Milano.*

*Arugaslan O., Cook D. O., Kieschnick R., 2004, Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing, Journal of Finance.*

*Borsa Italiana (Italian Exchange), 2001, Quotarsi in Borsa, la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana.*

*Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, 2006, Il Processo di Quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi.*

*Capuano M., Duca S., Vitale M., 2001, Guida alla Quotazione, (per conto di Borsa Italiana Spa, Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio (A.I.F.I.) e PricewaterhouseCoopers).*

*Dalle Vedove F., Giudici G., Randone P. A., 2005, The evolution of Initial Public Offerings in Italy, Borsa Italiana BitNotes.*

*Dalle Vedove F., Giudici G., 2005, Allocazione delle azioni e performance delle Offerte Pubbliche Iniziali in Italia, Politecnico di Milano.*

*Giorgino M., Giudici G., Paleari S., 2001, Le performance di mercato dopo la quotazione, (Estratto dal volume: Nuove quotazioni e IPOs: l'esame delle matricole, performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa).*

*Giudici G., 2010, Finanziare le Risorse dell'Impresa, Maggioli Editore.*

*Lemmi A., 2013, La multicollinearità, Facoltà di Statistica Economica II, Università degli Studi di Siena.*

*Lemmi A., 2013, Modelli di Regressioni Lineari Multiple, Facoltà di Statistica Economica II, Università degli Studi di Siena.*

*Loughran T., McDonald B., 2013, IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language, Journal of Financial Economics.*

*Lowry M., Schwert G. W., 2001, Biases in the IPO pricing process.*

*Lowry M., Schwert G. W., 2004, Is the IPO pricing process efficient?, Journal of Financial Economics.*

*Lowry M. Schwert G. W., 2010, The variability of IPO Initial Returns, Journal of Finance.*

*Piazza E., 2007, Probabilità e Statistica, Appunti di teoria ed esercizi risolti, Esculapio.*

*Ritter J. R., 2003, Differences Between European and American IPO Markets, European Financial Management.*

*Terzi S., 2013, Appunti sulla Regressione Multipla, Facoltà di Statistica Multivariata, Università degli Studi di Roma Tre.*

## **Risorse on Line.**

[WWW.borsaitaliana.it](http://WWW.borsaitaliana.it) (Sezione Azioni, IPO e matricole).

[WWW.consob.it](http://WWW.consob.it) (Sezione Emittenti).

[www3.nd.edu/~mcdonald/](http://www3.nd.edu/~mcdonald/) (Pagina di Bill McDonald, presso il sito internet della Notre Dame University).

[www3.nd.edu/~tloughra/](http://www3.nd.edu/~tloughra/) (Pagina di Tim Loughran, presso il sito internet della Notre Dame University).



## Ringraziamenti.

Un sentito ringraziamento va, al professor Giancarlo Giudici, per l'opportunità offertami, per avermi dato la possibilità di confrontarmi con delle tematiche molto attuali e per avermi guidato lungo tutto il percorso di realizzazione e stesura di questo elaborato, fornendomi di volta in volta dei preziosi consigli e dimostrando una costante disponibilità.

Un ringraziamento di cuore va poi ai miei famigliari, in particolare ai miei Genitori, Giovanni ed Emanuela, il quale continuo sostegno, lungo tutto il mio percorso di studi, sia morale che economico, soprattutto nei momenti più duri, mi ha permesso di raggiungere questo ambito traguardo. Senza il loro incoraggiamento non sarei mai riuscito ad arrivare fin qua.

Infine un grande riconoscimento va dedicato anche a tutti i miei amici, sia a quelli di Ornago (e dintorni), che a quelli incontrati durante questi anni universitari.

I primi perchè sono sempre stati al mio fianco e spero lo possano essere anche negli anni a venire, supportandomi continuamente, dalle elementari ad oggi, condividendo momenti di difficoltà e divertimento.

I secondi perchè hanno reso indimenticabili questi ultimi anni di studio.