

Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari

Lezione 4

IPOs

Società Chiuse e Società Aperte

E' una «società aperta» quella in cui nella struttura proprietaria sono presenti più investitori, come tipicamente avviene per le società quotate su un mercato. Si possono identificare tre tipologie di società aperte:

Tipologia Società aperta	Caratteristiche	Flottante	Contendibili
CONTROLLATE	esiste un socio di controllo che detiene il <u>controllo di diritto</u> (>50% del capitale votante)	< 50%	NO
INTERMEDIE	esistono uno o più soci (coalizione) che esercitano un <u>controllo di fatto</u> sull'assemblea senza detenere il controllo di diritto	> 50%	?
PUBLIC COMPANIES	non esistono singoli soci in grado di esercitare una influenza sull'assemblea della società	~ 100 %	SI

Why Do Companies Go Public ?

DAL PUNTO DI VISTA DELL'IMPRESA STESSA → MODELLO «PUBLIC COMPANY»

PROS

- diversificazione delle fonti di finanziamento
- creazione di “moneta cartacea” per operazioni di M&A
- incremento di visibilità e maggiore standing (relazioni con fornitori/clienti, istituzioni)
- possibilità di remunerare il management con *stock option* e attrarre risorse qualificate
- miglioramento delle condizioni di finanziamento bancario

CONS

- oneri amministrativi e burocratici
- volatilità della propria valutazione
- non corretta diffusione di valore

DAL PUNTO DI VISTA DI UN AZIONISTA DI CONTROLLO

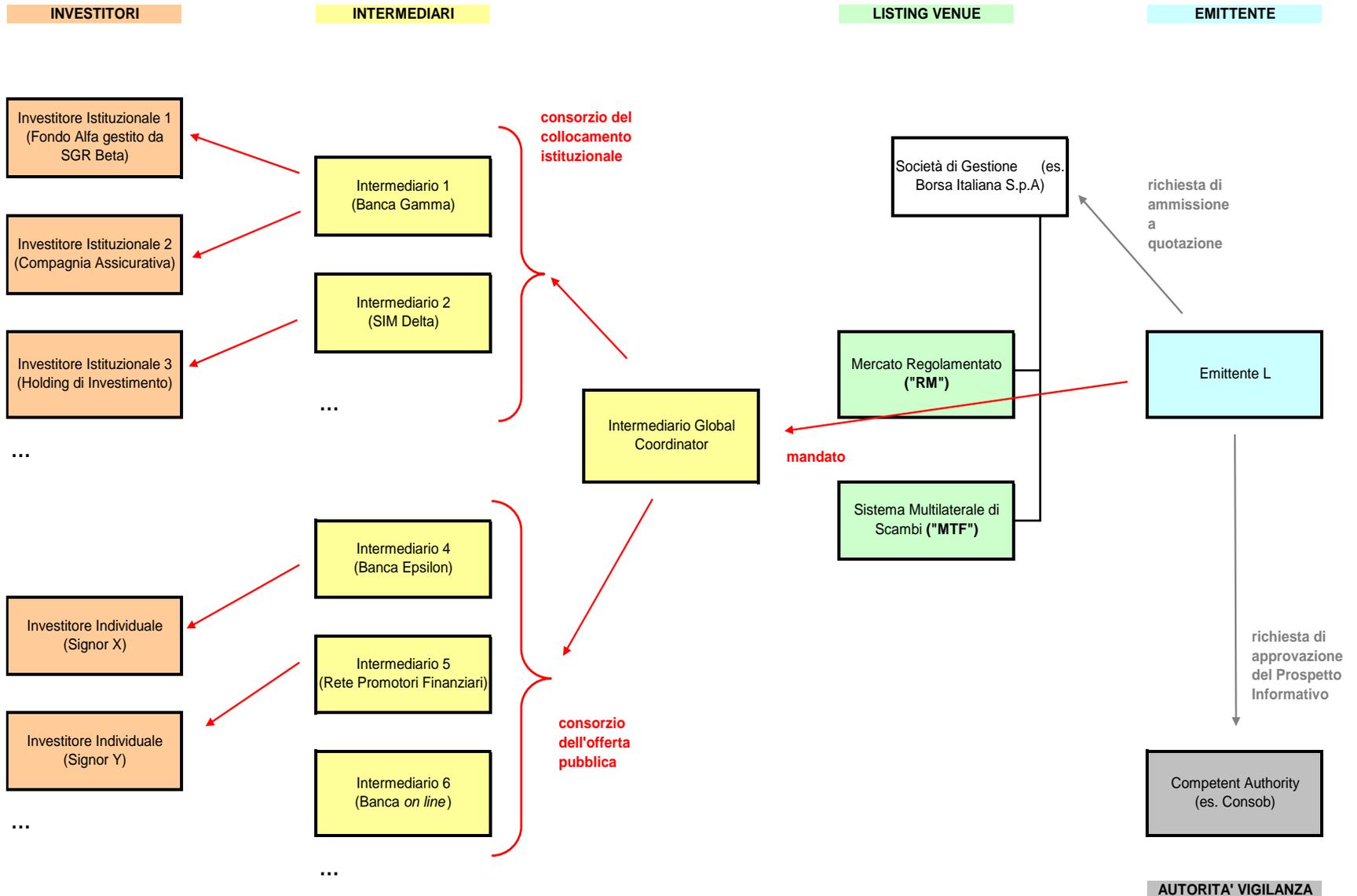
PROS

- riduzione della concentrazione del rischio
- liquidabilità
- valutazione “esterna” riconosciuta
- [trattamento fiscale]

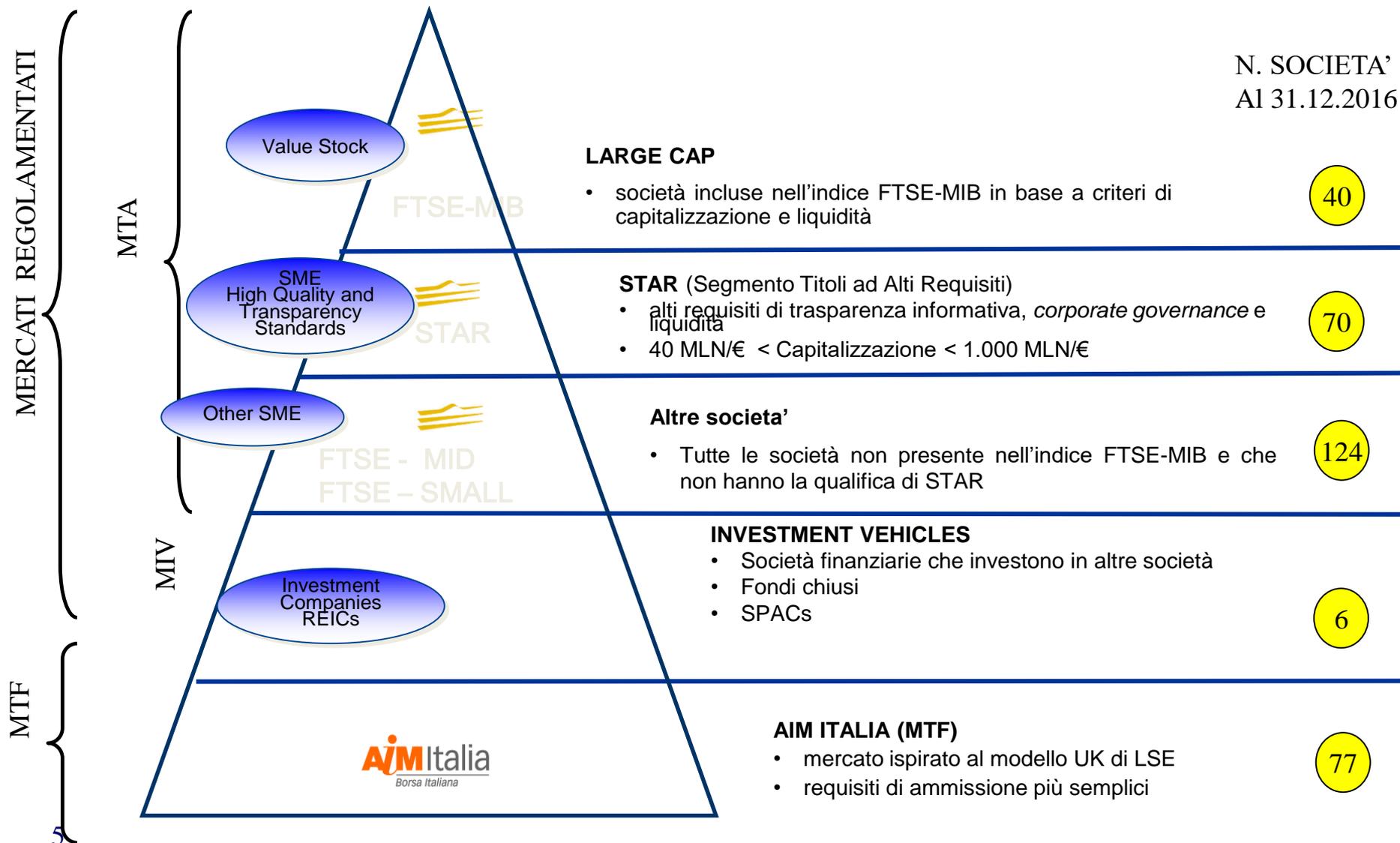
CONS

- volatilità della valutazione
- rischio di perdita del controllo

Mercato Primario



Segmentazione dei mercati *equity* di BIT



La funzione di Listing è una tipica funzione della società di gestione del mercato (in Italia Borsa Italiana S.p.A.), che la differenzia nettamente dagli altri intermediari.

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

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

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

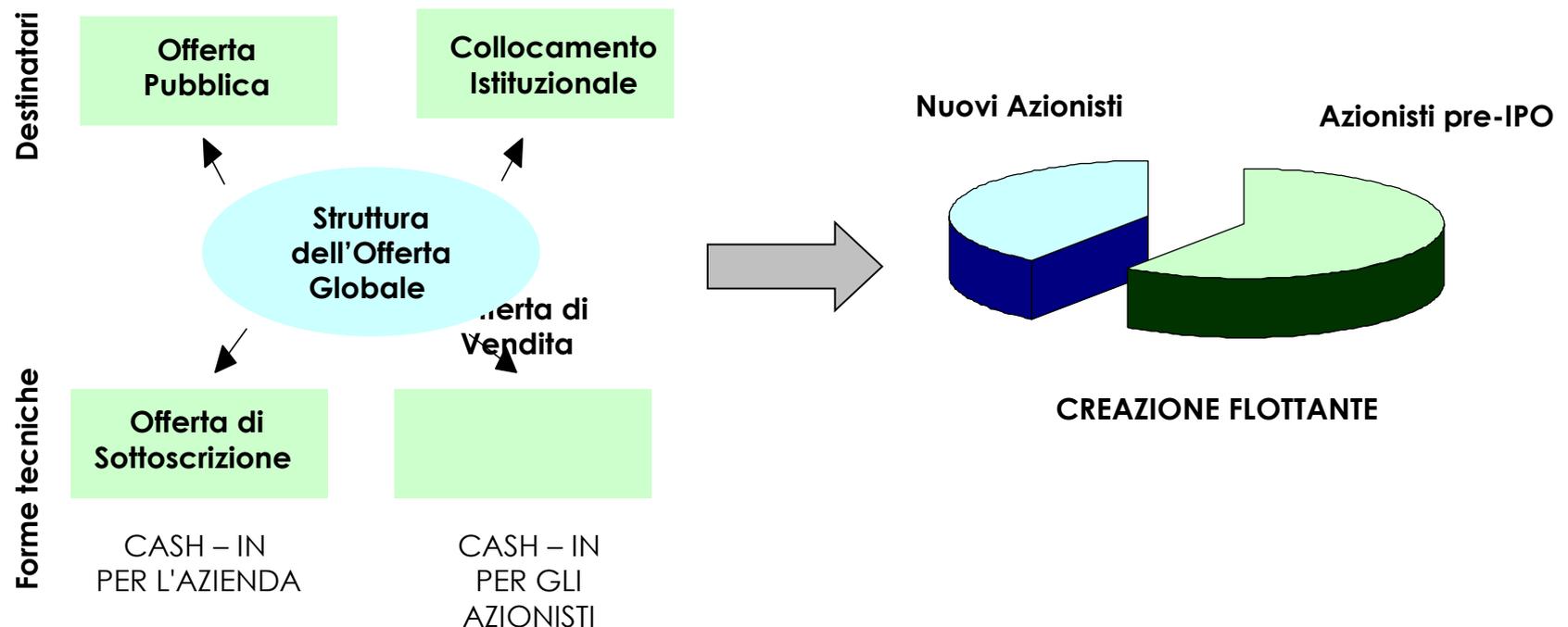
- ✓ **la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria,**
- ✓ **un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività,**
- ✓ **l’evidenza di importanti fattori di incoerenza nei piani previsionali e**
- ✓ **la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nei piani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

I soggetti coinvolti in una IPO

- **Advisor** → assiste l'emittente in tutto il processo, sin dalla selezione degli intermediari incaricati (Global Coordinator & Bookrunner);
- **Global Coordinator(s)** → intermediario/(i) che coordina l'intero processo, costituendo i consorzi di collocamento (e garanzia) per il *placement* dei titoli;
- **Bookrunner(s)** → membro /(i) del consorzio di collocamento che ha visibilità del *book* di ordini e che collabora alla decisione sul prezzo (*pricing*) e sull'allocazione (*allotment*);
- **Managers/ Co-Managers** → intermediari parte del consorzio in posizioni junior;
- **Sponsor / Nomad** → intermediario che garantisce reputazionalmente e tramite il rilascio di dichiarazioni a Borsa e Consob, la qualità dell'emittente che si sta per quotare;
- **Auditors** → società indipendente che revisiona i bilanci dell'emittente
- **Legal Firm** → studio legale che predispone il Prospetto Informativo e l'altra documentazione dell'Offerta
- **CSD** → società che accentra gli strumenti finanziari dematerializzati (Montetitoli)
- **Competent Authority** → autorità indipendente che autorizza la pubblicazione del Prospetto Informativo (Consob)
- **Società di Gestione del Mercato** → gestore della trading venue che ammette a quotazione l'emittente (Borsa Italiana)

Struttura dell'Offerta

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



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

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

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

Approvazione del Prospetto

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

Tutti i Prospetti debbono essere approvati dalla Consob

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

CONTENUTO DEL PROSPETTO

Inoltre, il Reg. 809/2004 CEE prevede:

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

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

Il set informativo a disposizione degli investitori

Prospetto Informativo



PROSPETTO INFORMATIVO
 RELATIVO ALL'OFFERTA PUBBLICA DI VENDITA E ALL'AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI SUL MERCATO TELEMATICO AZIONARIO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. DI AZIONI ORDinarie DI

Enel Green Power

EMITTENTE
 Enel Green Power S.p.A.
 AZIONISTA VENDITORE
 Enel S.p.A.

Responsabile del Collocamento e Sponsor
 Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita
 MEDIOBANCA
 BANCA IMI
 CREDIT SUISSE

Joint Bookrunners:
 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
 Barclays Capital
 FPMorgan
 BofA Merrill Lynch
 Morgan Stanley
 UniCredit Corporate & Investment Banking

Advisor Finanziario
 Leonardo & Co.

L'Offerta Pubblica di Vendita è parte di un'Offerta Globale di Vendita di azioni ordinarie rivolta al pubblico istituito in Italia e in un'Offerta Internazionale rivolta ad investitori istituzionali in Italia ed in resto al resto della Repubblica e delle Offerte Globali Organizzate nel 2010, come successivamente modificato, e negli Stati Uniti d'America, limitatamente ai Qualified Institutional Buyers ai sensi della Rule 144a adottata in forza delle Offerte Globali Organizzate nel 2010. I soggetti ammessi nei Paesi esteri al di fuori dell'Italia, e in particolare quelli residenti in Australia, Giappone e Canada non potranno partecipare all'Offerta Globale di Vendita, salvo che nei limiti consentiti dalla Reg. e dai regolamenti del Paese rilevante.

Il Prospetto Informativo depositato presso la Consob in data 15 ottobre 2010 è oggetto di comunicazione dell'avvenuto rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione con una del 13 ottobre 2010, protocollo n° 1034/14. L'adempimento di pubblicazione del Prospetto Informativo non comporta alcun giudizio della Consob sull'opportunità dell'investimento proposto e sul merito dei dati e delle notizie allo stesso relativi.

Il Prospetto Informativo è disponibile presso la sede legale dell'Emittente, in Roma, Viale Regina Margherita n° 126; il Responsabile del Collocamento ed i soggetti collocatori, nonché sul sito internet dell'Emittente www.enelgreenpower.com, del Responsabile del Collocamento, dei soggetti collocatori e di Borsa Italiana S.p.A. L'Emittente e l'Azionista Venditore hanno aderito alla Consob di transazione alla Commissione Nazionale del Mercato di Valore (CNMV) ai fini della procedura di cui all'articolo 18 della Direttiva 2003/71/CE (il cosiddetto di approvazione anticipata che il Prospetto è stato redatto in conformità alla medesima Direttiva.

- a investitori professionali e *retail*
- contiene dati storici
- è predisposto dalla società e scrutinato dalla Consob

Equity Research

Enel Green Power



04 October 2010 Utilities - Renewables IPO

Maria Beatrice Gerosa
 Equity Analyst
 +39 02 8829 461
 beatrice.gerosa@mediobanca.it

	2009	2010	2011	2014	2009-14 CAGR
Revenues	1,895	2,077	2,306	3,278	11.6%
EBITDA	1,207	1,217	1,361	2,003	10.7%
margin	64%	59%	59%	61%	
EBIT	791	737	818	1,368	11.6%
Net Profit	418	400	401	726	11.7%
Net Debt	5,345	3,337	3,840	4,047	
D/E	2.24	0.53	0.59	0.52	
D/EBITDA	4.43	2.74	2.82	2.02	
ROCE	10%	7%	7%	11%	

Source: Mediobanca Securities

Wind at your back

A leading player with a unique and profitable generation mix
 EGP is one of the world's leading renewable energy companies, producing electricity from hydroelectric, wind, geothermal, solar and other sources across 16 countries, with more than 600 plants in operation for a total pro-forma (assuming the inclusion of Enel's assets from 1 January 2009) net installed capacity and output of 5,667MW and 20.9TWh respectively. EGP Italian asset base, mostly made of efficient hydro and geo capacity, represents the core of EGP operations (47% and 56% of 2009PP capacity and output and around 56% and 66% of revenues and EBITDA) and the primary source of stable cash flow for growth.

Lower leverage, achievable targets offset slower growth vs peers
 EGP ranks n°1 in terms of EBITDA generation and n°2 in energy production from renewable sources and displays the highest EBITDA/MW ratio among peers. EGP 29.9GW pipeline ranks third when compared to peers but offers the highest ratio of total pipeline to targeted annual MW growth. EGP unique generation mix grants higher load factors and lower dependence from incentive schemes. Also, EGP is less leveraged than peers on a 2.5x net debt/EBITDA.

Double digit self financed growth
 We assume that management will be able to successfully deliver on its built plans which imply new capacity additions of 3.5GW to 2014E. On our forecasts, this should allow EGP to post double digit growth at revenues and EBITDA level (12% and 15% respectively by 2014). We expect the company to be able to fund its growth through internal cash flow generation, translating in a progressive decrease of the group debt/EBITDA ratio to a low 2x by 2014E. This should contribute to an estimated net income CAGR of close to 12% over the 2009-14 period.

Key risks: power prices, regulation and delivery on build plans
 The evolution of wholesale power prices particularly in Italy (12TWh exposure), represents a key driver for EGP; hedging strategy mitigates risk. We also see risk of political intervention affecting future regulatory developments in EGP core markets (Italy and Spain). EGP targets 700MW of capacity additions other than totaling some 3.5GW of new assets to 2014 (of 1.3MW already in execution); a comfortable 1.8x pipeline coverage ratio offers a good hedge against execution risk.

NOT FOR DISTRIBUTION IN (i) THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN AND (ii) ITALY OTHER THAN TO QUALIFIED INVESTORS AS DEFINED BY APPLICABLE ITALIAN SECURITIES LAWS AND REGULATIONS.

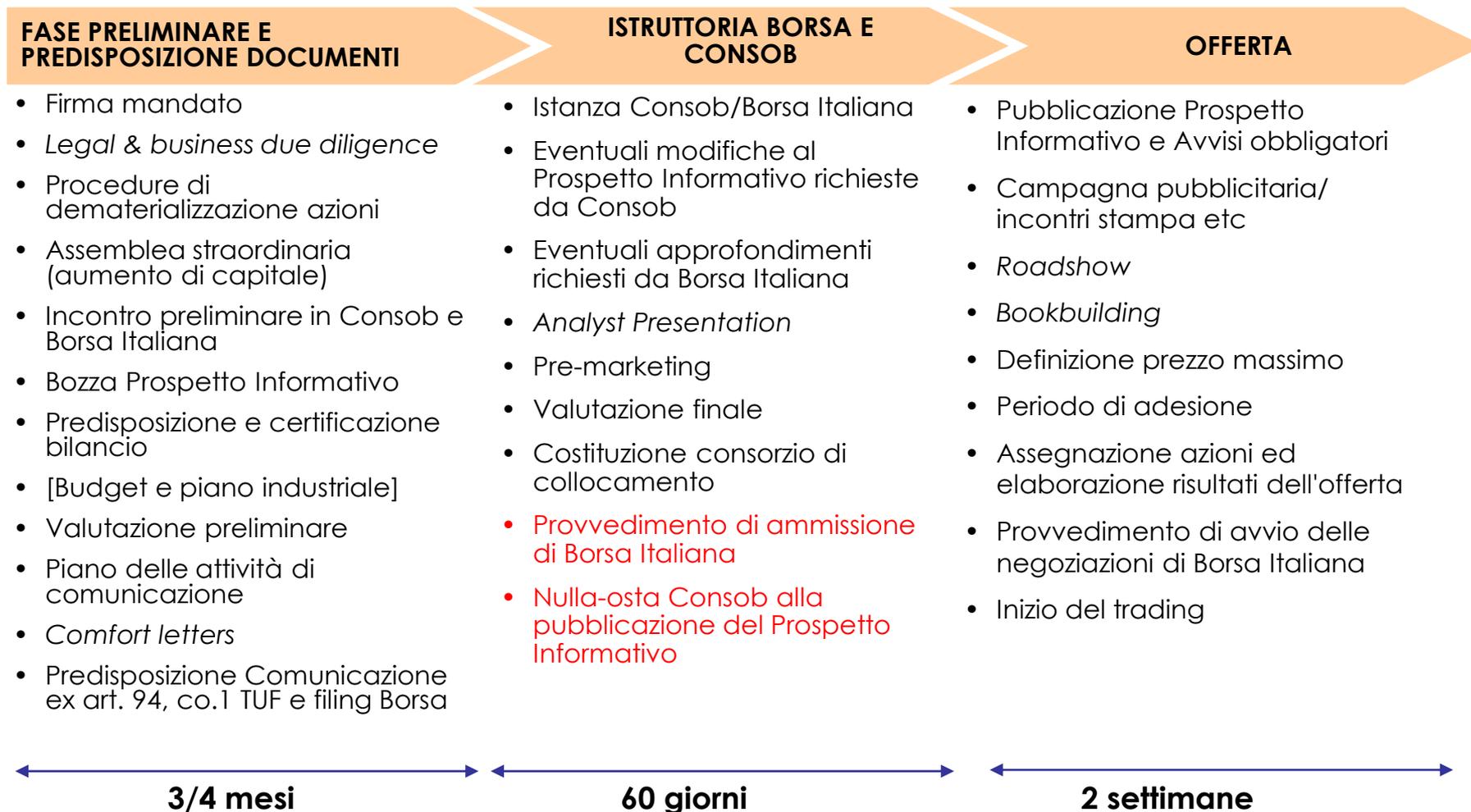
Sales Desk
 Milan Office - +39 02 8829 311

- solo a investitori professionali
- contiene dati prospettici (*forward looking*)
- è predisposto dalle banche del consorzio

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

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

Le fasi del processo di IPO



Pricing dell' IPO

PITCH

la valutazione presentata dalla *investment bank* che ambisce al ruolo di GC è necessariamente basata su una conoscenza parziale della società. Essa è costruita tramite i consueti metodi DCF e *multiples* e in genere si esprime in termini di *range*.

DUE DILIGENCE

Dopo approfondimenti circa il Piano Industriale, le prospettive dell'Emittente, la sua situazione, il *range* di possibile valutazione è definito con maggiore precisione.

PRE MARKETING

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

RANGE DI OFFERTA

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

PREZZO MASSIMO

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

PREZZO DEFINITIVO

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

Incentivi alla sottoscrizione

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

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

IPO Esempio S.p.A. / 1

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

Schema della struttura dell'Offerta (dati in azioni)

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

di cui

Offerta Pubblica	1.000.000	17%
Offerta Istituzionale	5.000.000	83%

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

Risultati Effettivi: *retail* 1.830.000 azioni ; istituzionale:

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

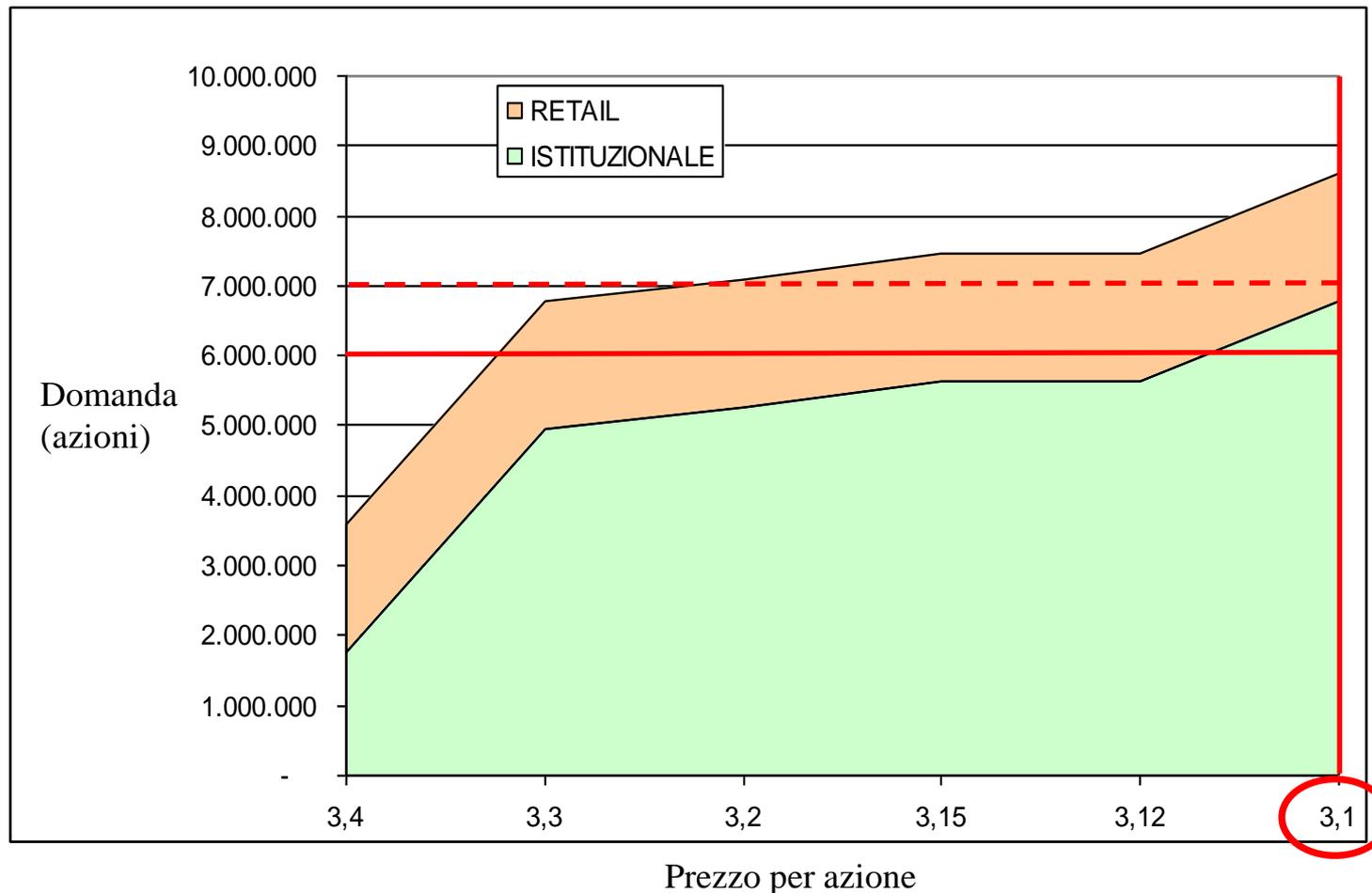
Institutional Offer

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

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

IPO Esempio S.p.A. / 3

Il GC decide di assegnare tutta la quota richiesta di 1.830.000 azioni al *retail* (offerta pubblica) e 5.170.000 azioni agli investitori istituzionali con un *overallotment* di 1.000.000 di azioni. Tuttavia, giudicando “debole” il book, sceglie il prezzo minimo di 3,1€.



IPO Esempio S.p.A. / 4

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

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

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

La allocazione degli ordini ha favorito evidentemente il Global Coordinator, che vede sostanzialmente allocati tutti i suoi ordini. Qui sotto il calcolo analitico delle commissioni spettanti

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

Overallotment & Greenshoe / 1

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

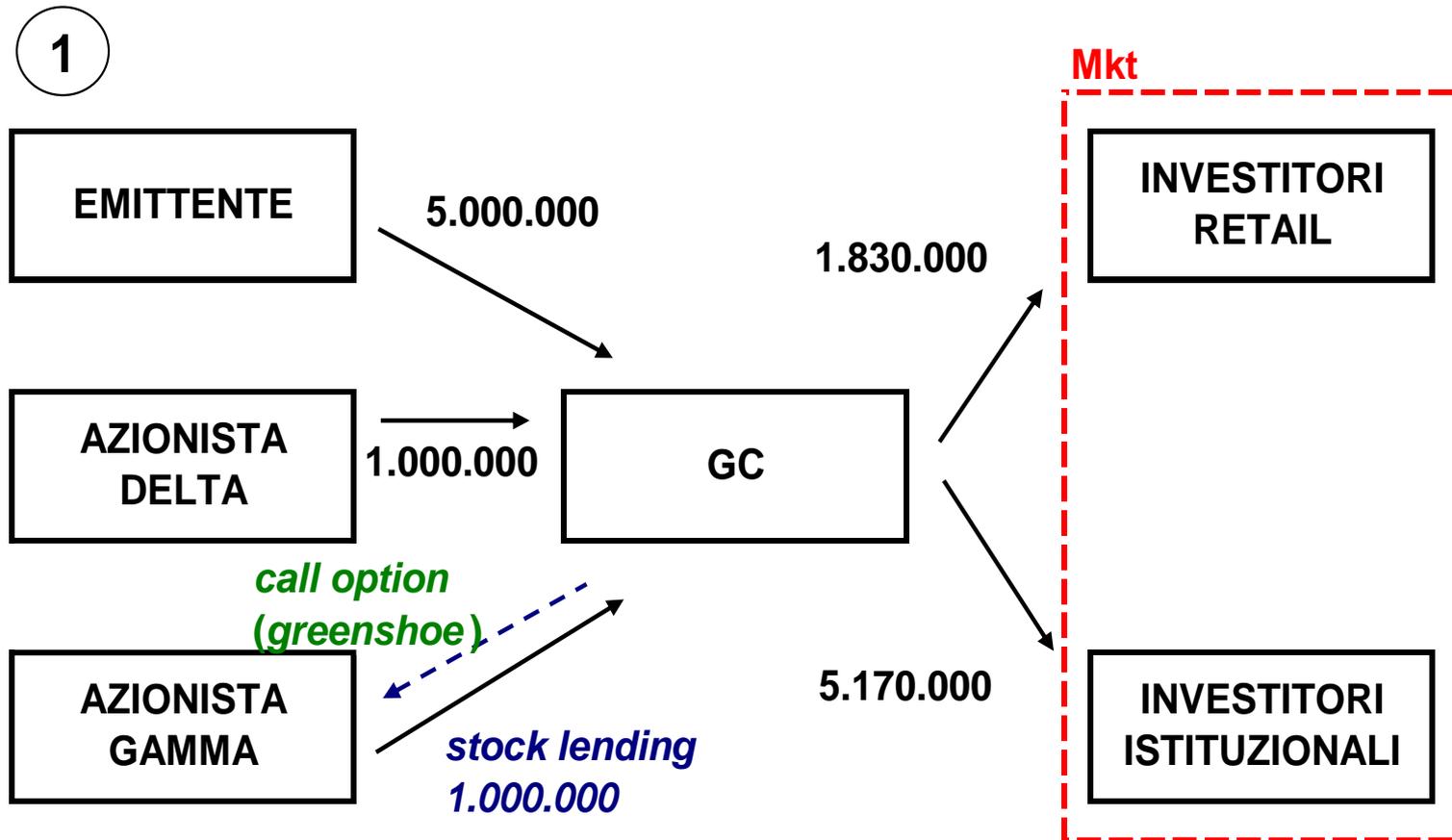
- da parte di azionisti dell'emittente di una opzione a prendere in prestito gratuitamente (*stock lending*) azioni per un periodo di 30 giorni dall'inizio delle negoziazioni, da utilizzare esclusivamente per soddisfare domanda aggiuntiva da parte di investitori istituzionali
- da parte di azionisti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

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

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

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

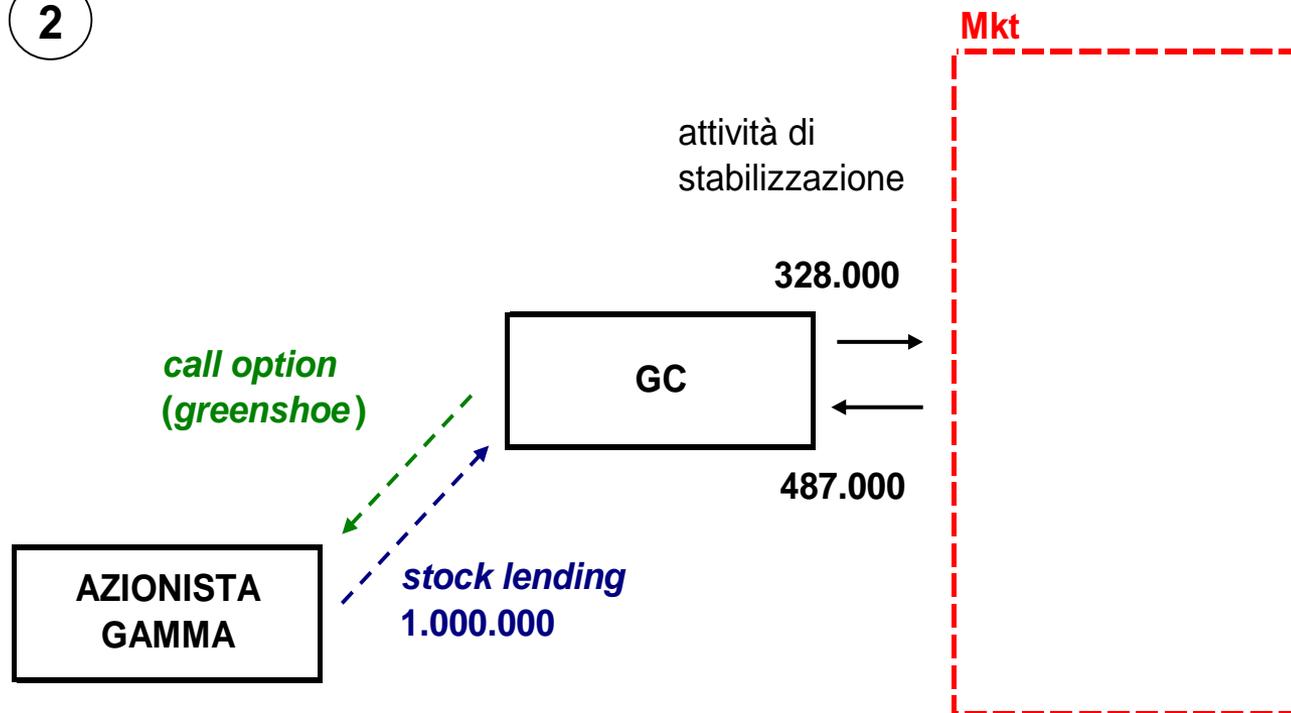
Overallotment & Greenshoe / 2



Overallotment & Greenshoe / 3

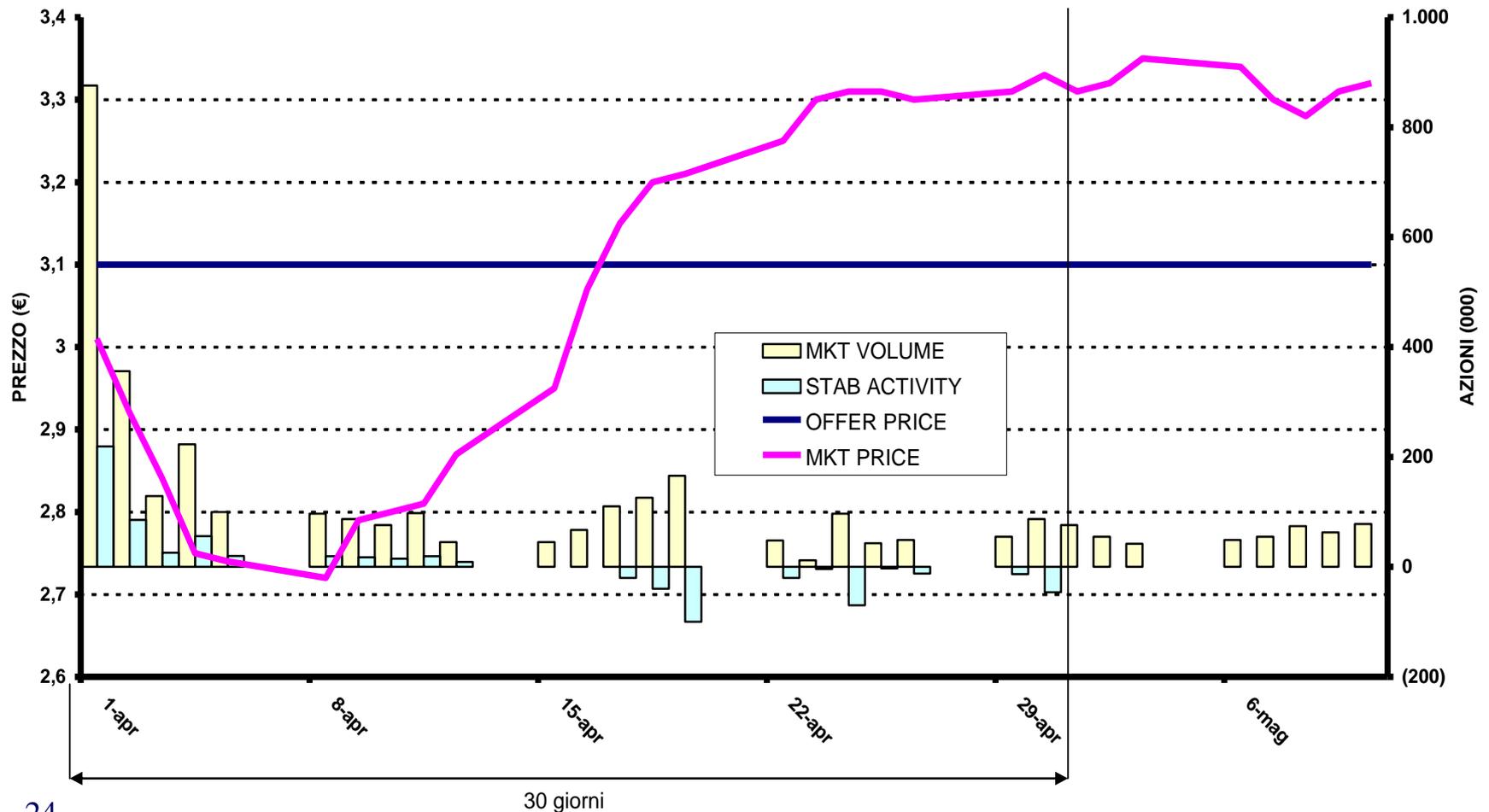
La durata max della stabilizzazione è di 30 giorni. Gli acquisti (vendite) possono avvenire solo (i) a prezzi inferiori (superiori) a quelli di offerta, [(ii) in controtendenza al mercato]

2



Overallotment & Greenshoe / 4

ESEMPIO S.p.A primo periodo di quotazione



Overallotment & Greenshoe / 5

3

EMITTENTE

*esercizio
parziale
call option*

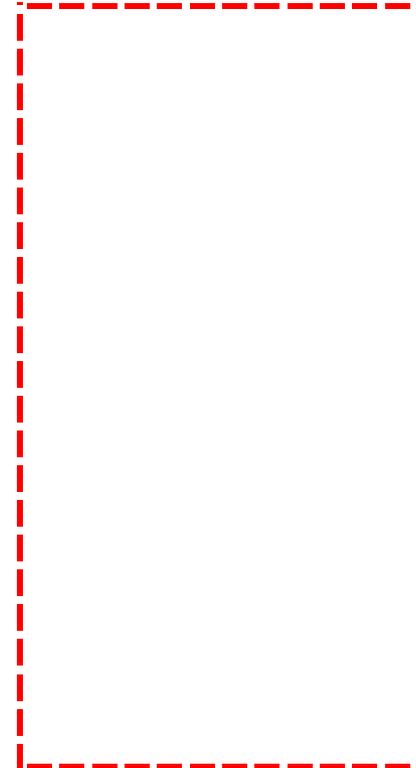
841.000

GC

AZIONISTA
GAMMA

159.000
restituzione
stock lending

Mkt



Overallotment & Greenshoe / 6

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

Overallotment & Greenshoe / 7

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

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

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

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

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

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

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

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

La loro ragione finalit   è:

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

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

Lecture Obbligatorie: G. Forestieri – Corporate & Investment Banking – EGEA – Capitolo 12 (Le operazioni di IPO ed il ruolo delle banche di investimento)

Materiali di Approfondimento (non obbligatori):

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

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