AMBROMOBILIARE

Bonus shares: fidelizzano veramente? Riducono gli scambi nel periodo di fedeltà? Hanno un'influenza sull'andamento del titolo?

- *Dal 2009 al 2018, sono 21 le società che in sede di IPO hanno emesso le bonus shares nella struttura dell'offerta su AIM Italia per incentivare la sottoscrizione in IPO e fidelizzare i nuovi azionisti.*

- *Evidenziando i vari vantaggi e possibili svantaggi della bonus share, ci siamo posti le seguenti domande: la bonus share permette di fidelizzare gli investitori? È rilevante l'effetto di diluizione che subiscono i vecchi azionisti? Si verifica una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà? La bonus share influenza l'andamento del titolo?*

- *Attraverso un'analisi empirica dei dati delle IPO su AIM Italia tra il 2009 e il 2018, è stato possibile proporre alcune riflessioni: la bonus share permette di fidelizzare gli investitori e determina una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà, tuttavia, l'emissione delle bonus shares non pare determinante per la turnover velocity. La diluizione della quota degli azionisti pre-IPO non è rilevante. Infine, non è stata trovata un'influenza specifica della bonus share sull'andamento del titolo.*

Ufficio Studi Ambromobiliare – febbraio 2020

La bonus share

DEFINIZIONE

L'incentivo delle ***bonus shares*** consiste nell'assegnazione di un certo quantitativo di azioni, in genere a titolo gratuito, ai sottoscrittori in IPO che abbiano detenuto ininterrottamente le azioni per un determinato periodo di tempo (periodo di fedeltà o *loyalty period*).

FINALITÀ

La bonus share permette ai sottoscrittori in IPO di ottenere uno **sconto implicito sul prezzo,** e rappresenta un meccanismo di incentivazione grazie al quale l'emittente incentiva i sottoscrittori a non vendere le azioni acquistate in sede di sottoscrizione e detenerle per un determinato periodo di tempo, in genere pari a un anno.

La bonus share permette inoltre di **stabilizzare il mercato secondario** di un titolo successivamente alla sua quotazione. Con tale strumento si incentiva il sottoscrittore a non vendere le azioni acquistate in sede di sottoscrizione in IPO, così da non creare pressione sul «*book*» ed eventualmente deprimere l'andamento del titolo. Inoltre, l'emissione di bonus shares disincentiva il fenomeno del ***flipping,*** cioè la vendita di azioni sul mercato nei primi giorni di quotazione da parte di investitori cui sono stati allocati i titoli in sede di IPO e che sono interessati a capitalizzare il guadagno derivante dall'*underpricing*.

ESEMPIO

- La struttura dell'offerta in sede di collocamento dell'azienda Alfa prevede l'assegnazione di bonus shares con rapporto di assegnazione 1:10 azioni ordinarie, con un *loyalty period* di 12 mesi.
- L'Investitore XY ha sottoscritto 10 azioni in sede di IPO al prezzo di € 1 ad azione, per un controvalore complessivo di € 10.
- Supponendo che al termine del periodo di fedeltà non abbia scambiato le azioni, l'investitore otterrà 1 azione bonus. L'investitore XY deterrà quindi 11 azioni avendo sostenuto un esborso monetario pari a € 10, per un prezzo ad azione pari a € 0,91.
- Lo sconto implicito sarà pari a € 0,09.

Casi di IPO sul mercato AIM con emissione di bonus share

Nella tabella sono riportate tutte le IPO sul mercato AIM Italia dal 2009 al 2018 che nella struttura dell'offerta hanno previsto l'emissione di bonus shares.

Data IPO	Società	Offerta Globale IPO	Azioni in circolazione post-IPO	Flottante	N bonus share riservate	Rapporto assegnazione	*Loyalty period*
23/12/2011	Ambromobiliare	223.480	2.223.480	10,05%	22.348	1:10	12 mesi
26/07/2012	Prismi	159.866	1.127.929	14,17%	15.986	1:10	12 mesi
18/11/2013	KI group	772.312	5.515.000	14,00%	77.231	10:100	12 mesi
19/12/2013	Net Insurance	647.475	6.792.475	9,53%	64.748	1:10	12 mesi
22/01/2014	Gruppo Greeen Power	315.726	2.915.726	10,83%	31.573	1:10	12 mesi
08/05/2014	Econsuntek	254.660	1.454.660	17,51%	25.466	1:10	12 mesi
23/06/2014	Notorious Pic	2.316.000	22.316.000	10,38%	231.600	1:10	12 mesi
24/10/2014	Bio on	1.375.000	13.237.500	10,39%	137.500	1:10	12 mesi
24/03/2015	*Caleido	483.500	2.483.500	19,47%	24.175	**1:20**	12 mesi
31/03/2015	Clabo	2.726.500	7.726.500	35,29%	272.650	1:10	12 mesi
21/04/2015	*Elettra Investimenti	835.500	3.710.000	22,52%	35.500	**1:20**	12 mesi
29/01/2016	Energica	1.656.500	11.656.500	14,21%	165.650	1:10	12 mesi
20/04/2016	Smre	2.130.500	19.248.900	11,07%	213.050	1:10	12 mesi
27/07/2016	*DHH	420.000	1.420.000	29,58%	84.000	**1:5**	36 mesi
29/07/2016	Vetrya	636.265	5.636.265	11,29%	63.627	1:10	12 mesi
27/03/2018	Fervi	500.000	2.500.000	20,00%	50.000	1:10	12 mesi
01/06/2018	Grifal	1.884.500	9.602.667	19,62%	188.450	1:10	12 mesi
11/07/2018	Askoll Eva	3.443.500	15.543.500	22,15%	344.350	1:10	12 mesi
26/07/2018	Sg Company	1.500.000	11.500.000	13,04%	150.000	1:10	12 mesi
01/08/2018	Sostravel.com	934.000	5.934.000	15,74%	93.400	1:10	12 mesi
17/12/2018	Powersoft	1.417.500	10.997.750	12,89%	141.750	1:10	12 mesi

- Dal 2009 al 2018 il mercato AIM Italia ha registrato 101 IPO. **Un quinto delle società ha previsto nella struttura dell'offerta l'emissione di bonus shares**.
- **Ambromobiliare è stata la prima società** sul mercato AIM a prevedere l'assegnazione delle bonus shares nella propria struttura di offerta.
- *Il rapporto di assegnazione utilizzato in genere è **1:10.** Solo due i casi in cui il rapporto è 1:20 (Caleido ed Elettra Investimenti), mentre è uno quello in cui il rapporto è 1:5 (DHH). Inoltre, DHH è l'unica società ad aver emesso bonus shares con un periodo di fedeltà di 36 mesi.

Il punto di partenza della nostra ricerca

Potenziali vantaggi

- Incentivo alla sottoscrizione: **sconto implicito** sul prezzo IPO
- **Fidelizzazione** degli investitori

Potenziali svantaggi

- **Diluizione** della quota degli azionisti pre-IPO in seguito all'attribuzione delle bonus shares
- **Riduzione degli scambi** nel periodo di fedeltà

Domande di ricerca

Quanto è alto il grado effettivo di fidelizzazione, misurato in percentuale di bonus shares effettivamente assegnate dopo il periodo di fedeltà?

È rilevante l'effetto diluitivo che subiscono gli azionisti pre-IPO, misurato in percentuale di bonus shares assegnate sulle azioni in circolazione pre-assegnazione?

La bonus share determina una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà, misurato con la differenza tra la turnover velocity nel periodo di fedeltà e nei sei mesi successivi?

La bonus share ha un'influenza sull'andamento del titolo, misurata in una correlazione tra l'andamento del titolo e l'andamento del FTSE AIM?

Fidelizzazione degli investitori e diluizione della quota dei vecchi azionisti

Società	Offerta Globale IPO	Azioni in circolazione pre IPO	Flottante	Rapporto assegnazione	N bonus shares riservate	N bonus shares assegnate	% assegnazione BS	% BS su azioni in circolazione pre assegnazione
Ambromobiliare	223.480	2.000.000	10,05%	1:10	22.348	8.211	36,7%	0,41%
Prismi	159.866	968.063	14,17%	1:10	15.986	7.996	50,0%	0,82%
KI group	772.312	4.742.688	14,00%	10:100	77.231	23.800	30,8%	0,50%
Net Insurance	647.475	6.145.000	9,53%	1:10	64.748	62.853	97,1%	1,01%
Gruppo Greeen Power	315.726	2.600.000	10,83%	1:10	31.573	19.936	63,1%	0,76%
Econsuntek	254.660	1.200.000	17,51%	1:10	25.466	20.069	78,8%	1,64%
Notorious Pic	2.316.000	20.000.000	10,38%	1:10	231.600	175.480	75,8%	0,87%
Bio on	1.375.000	11.862.500	10,39%	1:10	137.500	52.525	38,2%	0,44%
Caleido	483.500	2.000.000	19,47%	**1:20**	24.175	16.325	67,5%	0,81%
Clabo	2.726.500	5.000.000	35,29%	1:10	272.650	175.500	64,4%	3,39%
Elettra Investimenti	835.500	2.874.500	22,52%	**1:20**	35.500	25.836	72,8%	0,89%
Energica	1.656.500	10.000.000	14,21%	1:10	165.650	107.406	64,8%	1,06%
Smre	2.130.500	17.118.400	11,07%	1:10	213.050	132.260	62,1%	0,77%
Vetrya	636.265	5.000.000	11,29%	1:10	63.627	27.419	43,1%	0,55%
Fervi	500.000	2.000.000	20,00%	1:10	50.000	39.240	78,5%	1,92%
Grifal	1.884.500	7.718.167	19,62%	1:10	188.450	58.000	30,8%	0,75%
Askoll Eva	3.443.500	12.100.000	22,15%	1:10	344.350	210.150	61,0%	1,71%
Sg Company	1.500.000	10.000.000	13,04%	1:10	150.000	80.625	53,8%	0,80%
Sostravel.com	934.000	5.000.000	15,74%	1:10	93.400	47.225	50,6%	0,94%
Powersoft	1.417.500	9.580.250	12,89%	1:10	141.750	da assegnare	n.d.	n.d.

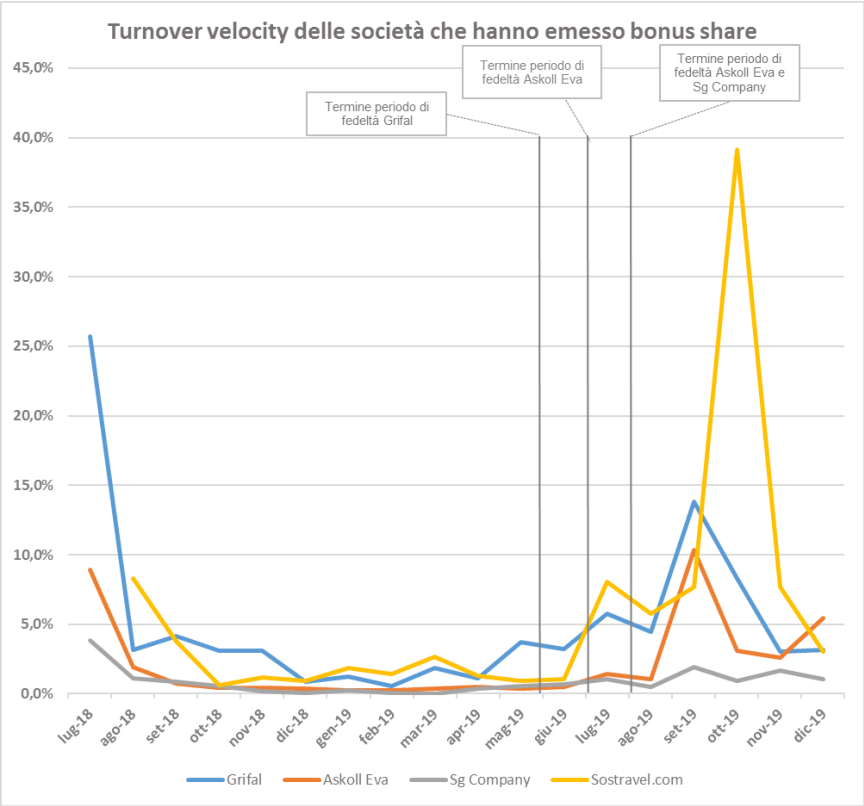
EVIDENZE

- Dalla tabella si evince che solo **5 società su 21 hanno una percentuale di assegnazione inferiore al 50%** (al minimo uguale al 30,8%). **Sono 12 su 21** le società che presentano **una percentuale di assegnazione superiore al 60%.**
- **È possibile affermare che la bonus share permette di fidelizzare gli investitori in misura significativa.**

- Utilizzando i dati estratti tra il 2011 e il 2018, si osserva una percentuale di bonus shares sulle azioni in circolazione pre-assegnazione in media pari all'1,32%. **Sono solo 7 su 21 i casi in cui l'effetto supera l'1%. Pertanto, è possibile affermare che l'effetto di diluizione per gli azionisti pre-IPO è trascurabile.**

La bonus share determina una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà? (1/2)

- Al fine di verificare l'ipotesi di una possibile riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà, un primo confronto è stato effettuato sulla turnover velocity nel periodo di fedeltà e nei sei mesi successivi delle società che hanno previsto la bonus share nella struttura dell'offerta*. In secondo luogo, è stato fatto un confronto tra la turnover velocity di società che hanno previsto bonus shares e società che non le hanno previste (quotatesi nello stesso mese), per verificare un'eventuale influenza sulla stessa.



*Al fine di rendere l'analisi più attuale, sono stati utilizzati i dati relativi alle ultime società quotate nel 2018 che hanno previsto bonus shares nella propria struttura d'offerta.

- È possibile constatare come, fatta eccezione per il mese in cui c'è stata l'IPO (in cui il tasso è più elevato), **la turnover velocity delle società che hanno emesso bonus shares sia più elevato al di fuori del periodo di fedeltà** (a esclusione del mese di agosto per le società «Askoll Eva» e «Sg Company»).

	Media TOV PDF	Media TOV dopo PDF	Incremento TOV %
Grifal	4,4%	6%	36%
Askoll Eva	1,3%	4%	208%
Sg Company	0,7%	1,2%	42%
Sostravel.com	2,7%	12,7%	370%

- TOV = Turnover velocity
- PDF = periodo di fedeltà

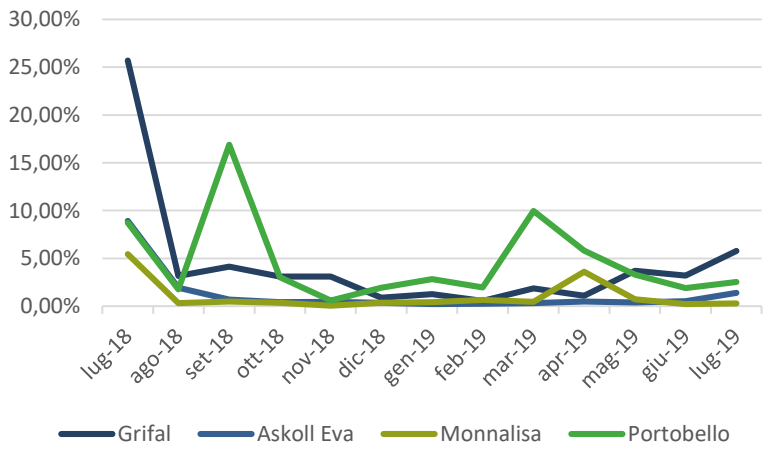
RISULTATI

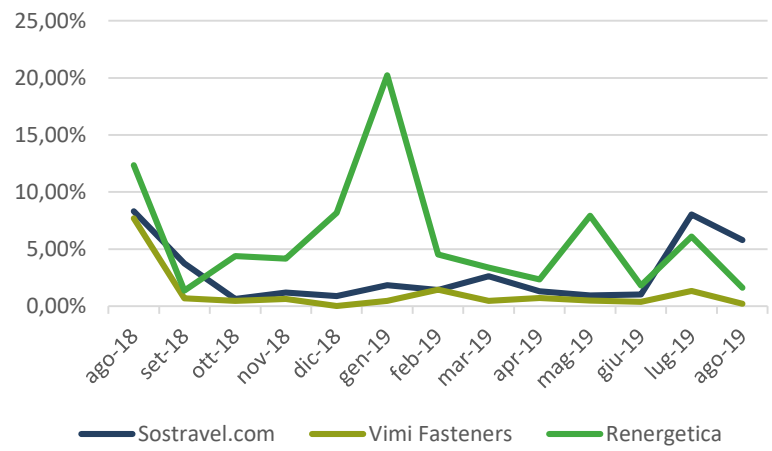
- Nel campione delle società che hanno emesso bonus shares si osserva come **l'aumento della turnover velocity medio dopo il periodo di fedeltà è particolarmente rilevante**.
- Il tasso più elevato si ha per «Sostravel.com», che registra un aumento del 10% (il dato risente di una turnover velocity molto elevato nel mese di ottobre 2019, non legato ad eventi societari o comunicati stampa emessi).

La bonus share determina una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà? (2/2)

- Un secondo confronto è stato effettuato tra le società che hanno emesso bonus shares e quelle che, nella propria struttura di offerta, non le hanno previste*.

- Più nel dettaglio, è stato effettuato un confronto tra società quotate nello stesso mese. In blu le società che hanno emesso bonus shares, in verde quelle che non le hanno emesse.





Dai grafici è possibile constatare come la turnover velocity delle società che hanno emesso bonus shares **non sia sistematicamente più bassa rispetto a quelle che NON hanno emesso bonus shares**.

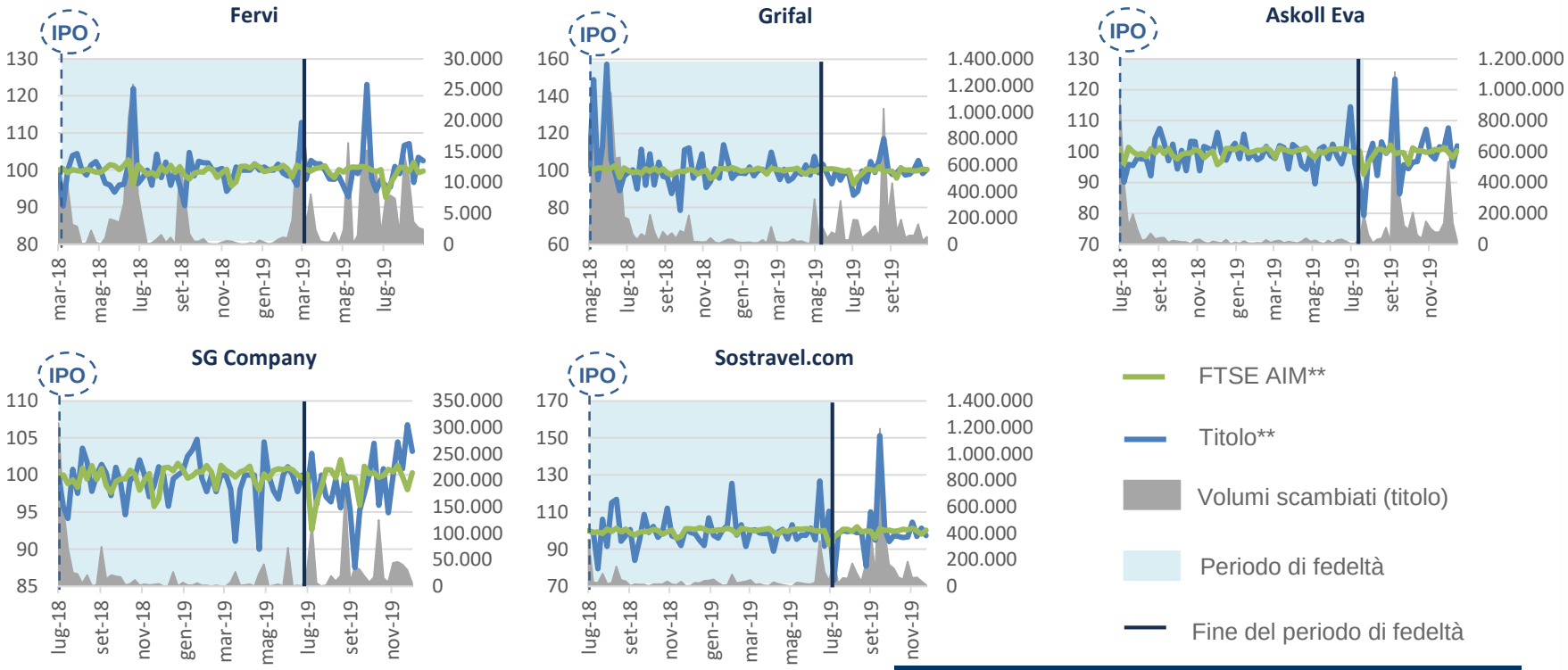
RISULTATI

Nel campione allargato con le società che non hanno emesso bonus shares si nota che **l'emissione di bonus shares non risulta determinante per la turnover velocity**.

*Al fine di rendere l'analisi più attuale, sono stati utilizzati i dati relativi alle ultime società quotate nel 2018 che hanno previsto bonus shares nella propria struttura d'offerta.

L’emissione di bonus share ha un’influenza sull’andamento del titolo?

Per verificare la presenza di una **eventuale correlazione tra prezzo del titolo ed emissione di bonus shares**, si è posto a confronto l’andamento del titolo di alcune società che hanno emesso bonus shares con l’andamento dell’indice FTSE AIM nel periodo coincidente con il periodo di fedeltà della società emittente e i sei mesi successivi*.



Non risulta esservi alcuna correlazione sistematica tra prezzi del titolo e presenza di bonus shares. In alcuni casi il titolo è allineato all’andamento dell’indice FTSE AIM, in altri casi, invece, il titolo segue un andamento indipendente.

RISULTATI

Non emerge un’evidenza comune sulla base della quale affermare che l’emissione di bonus shares abbia un impatto sull’andamento del titolo.

*Al fine di rendere l’analisi più attuale, sono stati utilizzati i dati relativi alle ultime società quotate nel 2018 che hanno previsto bonus shares nella propria struttura d’offerta.
** Per rendere i dati maggiormente confrontabili, l’andamento dei titoli è stato posto in base 100.

Conclusioni

FIDELIZZAZIONE

Quanto è alto il grado effettivo di fidelizzazione, misurato in percentuale di bonus shares effettivamente assegnate dopo il periodo di fedeltà?

Sulla base dei dati relative alla percentuale di assegnazione delle bonus shares, è possibile affermare che la bonus share permette di fidelizzare gli investitiori.

RIDUZIONE SCAMBI

La bonus share determina una riduzione degli scambi nel periodo di fedeltà, misurato con la differenza tra la turnover velocity nel periodo di fedeltà e nei sei mesi successivi?

Nel campione delle società che hanno emesso bonus shares si osserva un aumento della turnover velocity al termine del periodo di fedeltà particolarmente rilevante.
Nel campione allargato con le società che non hanno emesso bonus shares si nota che l'emissione di bonush shares non risulta determinante per la turnover velocity.

DILUIZIONE

È rilevante l'effetto diluitivo che subiscono gli azionisti pre-IPO, misurato in percentuale di bonus shares assegnate sulle azioni in circolazione pre-assegnazione?

Grazie ai dati relativi alla percentuale di bonus shares sulle azioni in circolazione pre-assegnazione, si evidenzia un effetto di diluizione degli azionisti pre-IPO non rilevante.

INFLUENZA SUL TITOLO

La bonus share ha un'influenza sull'andamento del titolo, misurata in una correlazione tra l'andamento del titolo e l'andamento del FTSE Aim?

Sulla base dei dati analizzati, non emerge un'evidenza comune sulla base della quale affermare che l'emissione di bonus shares abbia un impatto sull'andamento del titolo.

AMBROMOBILIARE

Ambromobiliare S.p.A

Corso Venezia, 16 – 20121 Milano – **t.** +39 02 873 990 69 r.a. – **f.** +39 02 873 990 81
www.ambromobiliare.it - direzione@ambromobiliare.it