



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in ECONOMIA E COMMERCIO

**IL DIRECT LISTING COME STRUMENTO
INNOVATIVO DI OFFERTA PUBBLICA INIZIALE**

**DIRECT LISTING AS AN INNOVATIVE TOOL OF
INITIAL PUBLIC OFFERING**

Relatore:
Prof. Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di:
Rebecca Gambaccini

Anno Accademico 2018/2019

Indice

<i>Introduzione</i>	3
CAPITOLO I Initial Public Offering	6
I.1 Requisiti per la quotazione	7
I.2 Rispetto del diritto d'opzione	8
I.3 La procedura di quotazione	10
I.3.1 Definizione del prezzo di offerta	12
I.3.2 Analisi dei soggetti che prendono parte al processo di quotazione	14
I.3.3 La tempistica della quotazione	16
I.4 Conflitti di interessi tra i soggetti coinvolti	17
I.4.1 Conflitto di interessi tra consorzio di collocamento e investitori	17
I.4.2 Conflitto di interessi tra underwriter e società emittente	18
I.4.3 Conflitto di interessi tra analisti e società emittente	19
I.5 Costi e benefici della quotazione	20
I.6 Perché un'azienda si quota in Borsa attraverso l'IPO	24
CAPITOLO II Direct Listing	26
II.1 Un processo a due fasi	28
II.1.1 Il Direct Listing contribuisce realmente a ridurre l'incertezza?	31
II.2 Confronto tra IPO tradizionale e Direct Listing	33
II.3 Vantaggi e svantaggi del Direct Listing	35

CAPITOLO III Il caso Spotify	38
III.1 La quotazione in Borsa	39
III.2 Direct Listing: Un fenomeno in espansione	44
<i>Conclusioni</i>	<i>48</i>
Bibliografia	51
Ringraziamenti	53

INTRODUZIONE

Il processo di quotazione in borsa è da sempre visto come un'opportunità per le società di incrementare la propria competitività sul mercato nazionale e internazionale. Le numerose ricerche aventi come oggetto di studio la quotazione sono rivolte a individuare metodi che generino sempre più benefici per le società.

L'obiettivo dello studio in essere è di analizzare l'Initial Public Offering, ossia lo strumento con cui tradizionalmente una società si quota sul mercato regolamentato offrendo le proprie azioni ai possibili investitori, e di rapportarlo al metodo del Direct Listing che da qualche anno sta interessando il mondo della finanza.

Nel primo capitolo viene presentato il processo di quotazione di una società con un'attenta analisi dell'Initial Public Offering, dei requisiti necessari affinché una società possa eseguirlo e di tutti i soggetti che prendono parte al processo. La descrizione del procedimento di un'IPO si sofferma in particolare sulla fase di determinazione del prezzo di offerta pubblica, presentando nello specifico il metodo del book building, il più utilizzato da Borsa Italiana.

Un'attenzione particolare viene poi data ai possibili conflitti di interesse che generalmente insorgono tra i soggetti coinvolti nella quotazione; in particolare i

conflitti tra il consorzio di collocamento e gli investitori, tra l'underwriter e la società emittente e i conflitti inerenti la figura degli analisti.

Il capitolo si conclude con un'accorta analisi dei costi e dei benefici a cui un'azienda privata va incontro nel caso in cui decida di trasformarsi in una public company e dei vantaggi e svantaggi che si possono incontrare se tale processo si realizza attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale.

Il secondo capitolo introduce il sistema alternativo alle IPO tradizionali che da qualche anno sta acquisendo sempre più notorietà a livello mondiale. Il Direct Listing si presenta come una possibile soluzione che permette, almeno in parte, di risolvere i problemi consolidati del Initial Public Offering. L'analisi in questione, basandosi in particolare sulla pubblicazione sul Journal of Financial Intermediation degli analisti finanziari A.Cole, V.Floros e I.Ivanov il "*U.S. exchange upgrades: Reducing uncertainty through a two-stage IPO*", descrive i passaggi del processo a due fasi con l'obiettivo di valutare l'effettiva possibilità di rendere la quotazione più semplice, sicura e meno onerosa. Nella parte finale del capitolo si procederà poi a effettuare una comparazione mettendo a paragone i vantaggi e gli svantaggi dei due metodi fino ad ora illustrati, l'IPO tradizionale e il Direct Listing.

Il terzo capitolo è infine una breve analisi della prima applicazione concreta del Direct Listing nel processo di quotazione di una società.

Si tratta dell'entrata a Wall Street nell'aprile del 2018 di Spotify, la società leader mondiale della musica in streaming. Il capitolo illustra i principali motivi che hanno indirizzato il colosso svedese a intraprendere una decisione così inaspettata, nonché gli importanti risultati conseguiti e l'andamento generale dei titoli azionari fino ad oggi.

Il tutto converge infine all'idea che i risultati realizzati da Spotify possano invogliare altre aziende del suo calibro a seguire la stessa strada, con conseguenze importanti per le grandi banche di collocamento che fino ad oggi hanno detenuto il controllo sull'intero processo di quotazione.

CAPITOLO I

INITIAL PUBLIC OFFERING

Molteplici società private che hanno conseguito durante la loro attività un determinato successo, si possono trovare nella condizione di voler incrementare il proprio valore di mercato. La Borsa in questa ottica rappresenta una vetrina importante a livello internazionale per compiere un salto di qualità, facilitando il reperimento di nuovi capitali da investire in azienda.

La decisione di quotarsi in un mercato regolamentato deve essere attentamente valutata e ponderata dal management d'azienda in relazione a tutti gli aspetti dell'attività aziendale, esaminando la somma complessiva di rischi e benefici. Difatti la creazione di valore risulta essere un fattore necessario ma non sufficiente allo sviluppo, in quanto emerge come indispensabile l'attuazione di una efficace politica di comunicazione del valore creato.

L' Offerta Pubblica Iniziale o IPO (dall'inglese Initial Public Offering) di titoli azionari costituisce lo strumento con il quale una società ha la possibilità di collocare per la prima volta i propri titoli sul mercato borsistico. Nel caso in cui la collocazione concerna titoli di nuova emissione si definisce Offerta Pubblica di Sottoscrizione OPS, mentre è denominata Offerta Pubblica di Vendita OPV quando riguarda titoli già esistenti sul mercato. L'attuazione di una OPS comporta

un aumento di capitale e una raccolta di risorse per l'impresa in quanto prevede che nuove azioni vengano immesse sul mercato, mentre l'Offerta Pubblica di Vendita presume la cessione di titoli da parte degli azionisti, i quali ricaveranno direttamente liquidità senza fornire alcun capitale alla società.¹

Prima dell'IPO la società emittente viene descritta come private company, in seguito acquisisce la denominazione di una public company, ossia una società ad azionario diffuso. Difatti, chi acquista le azioni della società che si sta quotando sul mercato ufficiale diventa effettivamente un azionista dell'azienda, conseguendo tutti i diritti e i doveri che ne derivano.

I.1 REQUISITI PER LA QUOTAZIONE

Una società per potersi quotare deve necessariamente rispettare una serie di requisiti formali dettati dai Regolamenti dei mercati della Borsa². A seguito della privatizzazione della Borsa Italiana, i requisiti formali hanno subito una restrizione a favore di un maggior peso ai requisiti sostanziali che riguardano le caratteristiche fondamentali di una società e risultano essere necessari al fine di realizzare una quotazione di successo.

I requisiti formali previsti dai Regolamenti dei mercati di Borsa prevedono due requisiti dell'emittente, vale a dire la capacità di generare ricavi in condizioni di

¹ A.Saunders, M.M.Cornett, M.Anolli, B.Alemanni, *Economia degli Intermediari Finanziari*, McGraw-Hill Education, Quarta edizione, 2015.

² I requisiti formali in questione sono contenuti nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

autonomia gestionale e la necessaria pubblicazione e il deposito degli ultimi tre bilanci annuali con l'ultimo bilancio sottoposto a revisione contabile. Le azioni emesse sul mercato devono inoltre presentare caratteristiche di libera trasferibilità, con flottante, ossia il capitale della società quotato, pari ad almeno il 25% del capitale; in aggiunta la capitalizzazione di mercato deve essere pari ad almeno cinque milioni di euro.

I requisiti sostanziali che hanno acquisito maggior peso dal 1998 con la privatizzazione della Borsa Italiana, si basano sulle reali prospettive di crescita e gestione del business. A seconda della specificità aziendale, includono un track record di risultati economico-finanziari positivo, un business plan realistico e sostenibile e trasparenza nella contabilità e nell'assetto societario; sono comprese anche la qualità e la motivazione del management e l'adesione ai principi di corporate governance. Di rilievo è la scelta della tempistica dell'operazione e la struttura dell'offerta, oltre a un'efficace politica di comunicazione al fine di produrre una corretta percezione dell'azienda da parte del mercato.

I.2 RISPETTO DEL DIRITTO D'OPZIONE

L'emissione di nuovi titoli azionari può avvenire anche in un momento successivo alla costituzione dell'azienda. In questo caso, è prevista dalla normativa la possibilità per la società di ricorrere ad un aumento di capitale a pagamento con

l'obiettivo di realizzare un'ulteriore raccolta di fondi. Nell'eseguire tale procedura la società deve rispettare il diritto di opzione, fatta eccezione per i casi previsti esplicitamente dalla legge.

Il codice civile esplica all'art. 2441 che *“le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute”*. Con tale affermazione si vuole assicurare che, prima che i titoli vengano offerti a nuovi investitori, l'offerta sia rivolta agli attuali soci al fine di mantenere invariata la quota di partecipazione alla società a seguito dell'aumento di capitale. Sotto il profilo patrimoniale invece il diritto d'opzione rappresenta una particolare forma di remunerazione integrativa, in quanto funge da fattore di compensazione della riduzione di valore delle azioni successiva all'annuncio di aumento del capitale.³

Il diritto di opzione si definisce tale in quanto non presuppone l'obbligo di essere esercitato ma offre l'opportunità di acquistare una quota di azioni di nuova emissione ad un prezzo prestabilito. L'assemblea della società stabilisce la quota di azioni acquistabili dai vecchi soci fissando il “rapporto di emissione” che indica il numero di azioni vecchie necessarie per acquisire una delle nuove.

Qualora l'azionista non intenda esercitare tale diritto potrà o semplicemente non esercitarlo fino alla fine del periodo di offerta, oppure cederlo sul mercato dietro compenso a un prezzo prodotto dall'equilibrio tra domanda e offerta nel mercato

³ A. Manelli, R.Pace, *Finanza di impresa, Analisi e metodi*, ISEDI, 2009

dei diritti di opzione. Il valore teorico di tale diritto è dato dalla differenza tra la quotazione delle vecchie azioni, più precisamente il valore di mercato prima della sottoscrizione, e il prezzo delle azioni dopo l'aumento di capitale.

I.3 LA PROCEDURA DI QUOTAZIONE

Una società per potersi quotare in Borsa deve intraprendere una procedura di quotazione che si può delineare in determinate fasi, le quali richiedono un periodo di tempo minimo stimato di quattro mesi.⁴

Il processo di quotazione inizia con la delibera del consiglio di amministrazione della società in sede di assemblea ordinaria a procedere con la quotazione, una volta ponderati costi e benefici attraverso la valutazione delle prospettive future in relazione ai fattori critici di successo. Successivamente alla delibera si procede alla nomina degli sponsor e di tutti i consulenti che affiancheranno la società durante l'intero percorso; rilevante è la figura del coordinatore globale dell'offerta che gestisce tutte le operazioni inerenti alla quotazione e agevola i rapporti tra emittente e investitori istituzionali.

Lo sponsor, il management della società e i consulenti legali procedono in seguito alla redazione del prospetto informativo, con lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e l'offerta, nel rispetto di quanto indicato dalla Consob presso la quale viene poi depositato e pubblicato⁵. Entro due mesi dalla

⁴ La procedura qui accuratamente descritta è consultabile sul sito ufficiale di Borsa Italiana.

presentazione della domanda, Borsa Italiana informa la società richiedente e la Consob circa l'accettazione o il rifiuto della domanda; tale provvedimento di ammissione ha efficacia di sei mesi.

Segue la pubblicazione e distribuzione del rapporto di ricerca sul titolo agli analisti, il quale rappresenta la principale fonte di previsioni finanziarie in quanto permette di definire l'opinione degli investitori circa il posizionamento e la valutazione della società.

Costituito il consorzio di collocamento, un organo formato da intermediari finanziari idonei a creare solide relazioni con gli investitori istituzionali, si procede al pre-marketing ovvero ad un incontro degli analisti del consorzio con i potenziali investitori al fine di presentare la società al mercato. La società si presenta con una serie di incontri nelle maggiori piazze finanziarie, il cosiddetto Roadshow. Gli investitori istituzionali comunicano la quantità di titoli che intendono acquistare e il prezzo di offerta e, sulla base degli ordini ricevuti, vengono definiti la quantità dell'offerta e il prezzo di collocamento per il lancio dell'Offerta Pubblica.

La fissazione del prezzo può avvenire in due fasi distinte: nella prima fase l'assemblea stabilisce un intervallo preliminare di prezzo sufficientemente ampio; quindi, in base ai risultati del bookbuilding si determina il prezzo per il lancio nel

⁵ Il prospetto informativo richiesto dalla Consob deve essere redatto in base al Testo Unico della Finanza 58/1998 dell'articolo 94 secondo comma.

caso di offerta pubblica a prezzo fisso, o il prezzo massimo per offerta pubblica a prezzo aperto.

L'attuazione dell' OPV/OPS comporta l'inizio delle negoziazioni con relativa definizione del prezzo di mercato del titolo in relazione all'interesse degli operatori nei confronti dell'azienda. Trascorso il primo giorno di negoziazioni, inizia un periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo; stabilizzazione che il coordinatore globale accentua con operazioni di sovrallocazione, incrementando i titoli offerti acquistandoli dall'emittente al prezzo di sottoscrizione.

I.3.1 Definizione del prezzo di offerta

La determinazione dell'intervallo di prezzo di partenza risulta essere una delle fasi più complesse dell'intero processo di quotazione. I metodi contemplati dalla disciplina sono essenzialmente tre:

- Book building
- Asta
- Offerta a prezzo fisso

Il meccanismo del book building con l'individuazione di una forchetta di prezzi risulta attualmente il più utilizzato da Borsa Italiana mentre meno frequente è l'offerta a prezzo fisso. Il metodo d'asta si presenta di facile applicazione: si tratta di un meccanismo che prevede inizialmente la definizione di un prezzo minimo sotto il quale non è possibile scendere; in seguito l'azienda si adopera a

raccogliere le richieste degli investitori che saranno tenuti ad indicare la quantità di titoli desiderata e il prezzo massimo accettato. Una volta raccolte tutte le offerte, si procederà a definire il prezzo finale tale da consentire l'alienazione di tutte le azioni disponibili. Si tratta essenzialmente di un metodo che si basa su un processo automatizzato richiedente idonei sistemi informatici.

Il metodo del book building prevede la definizione di un price range (in italiano "forchetta") attraverso la domanda di titoli degli investitori istituzionali ricevuta dall'impresa. Gli ordini vengono raccolti dal global coordinator in un libro, il book istituzionale, e ordinati in base al prezzo o alla priorità temporale o ancora alla dimensione. Dai dati ottenuti è poi possibile tracciare la curva che definisce la forchetta di prezzo dell'IPO.

L'intervallo di prezzo può essere determinato seguendo metodi diversi. Il metodo attualmente più utilizzato è il metodo reddituale che si basa sulla stima dei flussi di cassa futuri dell'impresa che vengono attualizzati utilizzando il costo del capitale teorico.

Il metodo dei multipli di mercato consiste invece nella comparazione dei dati fondamentali dell'impresa in fase di quotazione con quelli di imprese già quotate.

L'ultimo metodo è il metodo patrimoniale che viene applicato solamente nei casi in cui la valutazione dell'impresa quotanda risulti di difficile valutazione.

Il prezzo effettivo dell'IPO ovvero il prezzo dei titoli al primo giorno di quotazione viene definito attraverso l'esame del book building e nella maggior

parte dei casi il prezzo finale viene stabilito alla fine del collocamento, poco prima della quotazione in Borsa.

La fase di definizione del prezzo è estremamente importante in quanto un prezzo troppo alto rispetto al valore della società, non stimolerà i potenziali investitori ad impiegare le proprie risorse in quella data IPO, con conseguente fallimento della stessa. Dall'altra parte però le aziende quotande devono evitare di trovarsi davanti a un problema di underpricing, problema che si viene a creare quando il prezzo di collocamento risulta essere inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento immediatamente successivo all'IPO. Il grado di underpricing può essere indicato come il rapporto tra il prezzo del titolo alla fine del primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta.

I.3.2 Analisi dei soggetti che prendono parte al processo di quotazione

La società interessata a quotarsi in Borsa si avvale durante l'intero percorso del contributo di numerosi collaboratori al fine di realizzare un'efficiente cooperazione.

La decisione da parte dell'impresa di intraprendere il processo di quotazione viene presa dal management aziendale al quale si affianca un advisor strategico, che fornisce una consulenza completa attraverso uno studio preliminare orientato all'identificazione del mercato più idoneo alle esigenze dell'impresa stessa. È proprio tale figura che collabora insieme al management d'azienda nella ricerca

dei migliori collaboratori esterni. Insieme stabiliscono anche le modalità con le quali svolgere l'offerta pubblica, quante azioni offrire e in quanto tempo effettuare la quotazione, oltre ad un iniziale ed approssimativo intervallo di prezzo dei titoli. Una volta stabilite le basi iniziali, l'impresa individua un intermediario che funge da coordinatore globale dell'offerta, il cosiddetto global coordinator, il quale ha il compito di certificare che effettivamente l'azienda possieda i requisiti richiesti dalla legge per poi avviare una prima fase di promozione dell'IPO. Sono il global coordinator e il pool di banche che costituiscono il Consorzio di collocamento con il compito di collocare le azioni sul mercato. Tale consorzio/ sindacato di collocamento viene formato dal lead manager (o underwriter) che invita altri intermediari a partecipare all'operazione sulla base di un patto consortile.

Le principali transazioni nel mercato primario sono gestite dalle banche di investimento che intermediano tra le società emittenti e gli investitori e forniscono consulenza sull'emissione, effettuando in genere il primo collocamento di titoli presso il pubblico.

Nei mercati secondari invece l'acquisto di un titolo da parte di un operatore comporta il passaggio di fondi all'alienante con l'intervento di un intermediario mobiliare. La società emittente del titolo non risulta minimamente coinvolta nello scambio effettuato sul mercato secondario.

Nella maggior parte dei casi la figura dello sponsor coincide con quella del coordinatore globale.

Lo sponsor risulta cruciale nell'ambito della quotazione in quanto non solo affianca la società nell'intero processo, ma la assiste anche per un periodo successivo all'IPO. La centralità di questa figura richiede un'accurata selezione in termini di esperienza lavorativa, capacità di distribuzione titoli, motivazione personale e disponibilità nel servizio post-collocamento.

In base alle caratteristiche della società possono poi essere nominati altri specialisti quali i consulenti legali che detengono l'onere di assistere la società dal punto di vista giuridico, cooperando nella stesura del prospetto informativo.

Alla procedura di quotazione prendono parte tre istituzioni fondamentali in materia: oltre a Borsa Italiana, sono coinvolte la società Montetitoli che si occupa della gestione accentrata dei titoli e la Consob che svolge attività di vigilanza e controllo delle società e dei mercati, acquisendo un ruolo decisionale centrale nel processo.

I.3.3 La tempistica della quotazione

È difficile stabilire con precisione il tempo necessario a compiere l'intero processo di quotazione di una impresa, in quanto molteplici sono i fattori che concorrono a influenzare la procedura. Le variabili che entrano in gioco riguardano principalmente l'azienda dal punto di vista strutturale e organizzativo, ma influiscono anche il settore di azione e la tecnica di quotazione impiegata.

Nella maggior parte dei casi il periodo di preparazione alla quotazione risulta

essere il più lungo, con un periodo di tempo che oscilla tra i sei e i diciotto mesi.

La procedura di quotazione vera e propria invece richiede una durata molto inferiore, in quanto si concretizza in una fase iniziale di due diligence, ossia di raccolta e verifica dei dati della società che intende quotarsi, che si sviluppa in un periodo di tempo di due o tre mesi. Segue una fase istruttoria di circa due mesi promossa dalla Borsa e dalla Consob, al fine di valutare tutti gli elementi acquisiti per accettare o rifiutare la domanda di quotazione della società. E si conclude con il collocamento finale dei titoli in un periodo massimo stimato di una o due settimane.

I.4 CONFLITTI DI INTERESSE TRA I SOGGETTI COINVOLTI

Nel corso di svolgimento del processo di quotazione di un'impresa sul mercato regolamentato potenzialmente possono verificarsi delle situazioni di conflitto tra i soggetti partecipanti. Le tipologie di conflitti che possono emergere sono differenti.

I.4.1 Conflitto di interessi tra consorzio di collocamento e investitori

Gli intermediari che costituiscono il consorzio di collocamento, all'interno dell'impresa quotanda, con l'obiettivo di collocare i titoli entrano con frequenza in conflitto con gli investitori stessi. Il conflitto risulta maggiormente marcato nel caso in cui l'intermediario in questione sia anche un finanziatore della società e

che quindi, in quanto tale, possa accedere alle informazioni relative all'azienda con maggior facilità e in tempi minori; si viene così a creare una situazione di asimmetria informativa, generando un considerevole vantaggio per gli intermediari rispetto ai potenziali investitori del mercato.

Questa situazione di disparità consente all'underwriter di sfruttare un'offerta pubblica con alto grado di sottovalutazione o, al contrario, promuoverne una che sia sopravvalutata rispetto al valore della società e che quindi nel lungo periodo conseguirà una performance inferiore.

Una disparità di informazione tra i soggetti coinvolti porta alla cosiddetta *Winner's Curse* o Maledizione del Vincitore (Rock, 1986) che indica una situazione nella quale gli investitori meno informati finiscono per acquistare grandi quantità di titoli ad un prezzo sopravvalutato.⁶

I.4.2 Conflitto di interessi tra underwriter e società emittente

Un rapporto di tipo conflittuale può sussistere tra gli azionisti della società emittente dei titoli e gli intermediari collocatori in un'ottica riguardante sempre l'underpricing. Questo perché nel momento in cui si verifica una sotto-valutazione dei titoli, gli azionisti dell'impresa subiscono una perdita che non sono in grado di compensare con altri guadagni. Tale sotto-prezzamento risulta però privo di

⁶ Kevin ROCK, La teoria del Winner's Curse, *Why New Issues are Underpriced*, Journal of Financial Economics 15 (1986) 187-212.

svantaggi per l'underwriter, che anzi ne consegue dei veri e propri benefici: innanzitutto la riduzione del margine di ricavo di vendita delle azioni non si riduce in quanto l'aumento del livello di underpricing esclude il pagamento di costi aggiuntivi; inoltre l'allocazione dei titoli produrrà soddisfazione tra degli investitori istituzionali suoi clienti, comportando un crescita reputazionale.

È perciò possibile delineare il punto di attrito tra l'underwriter che mira a fissare un prezzo di offerta più basso, e gli azionisti dell'impresa emittente che invece desiderano scongiurare eventuali perdite, e per questo richiedono un prezzo più alto.

I.4.3 Conflitto di interessi tra analisti e società emittente

Una volta presentata la domanda di quotazione, l'impresa quotanda attribuisce ad un gruppo di analisti specializzati la redazione di un rapporto che rappresenti le prospettive di sviluppo della società, quindi le previsioni riguardanti l'andamento dei titoli. Il documento in questione ha lo scopo di favorire l'interesse dei potenziali investitori, stimolando la domanda del titolo affinché l'offerta abbia successo.

Essendo di fatto gli analisti remunerati dall'impresa oggetto di analisi, ne conseguirà un conflitto di interessi con il proprio ruolo; conflitto che si tradurrà in un'analisi ampiamente ottimistica rispetto alle reali prospettive di crescita.

Risulta perciò di facile intuizione che le società che ricorrono ad un'analisi da parte di professionisti esterni conseguono nel tempo una performance largamente superiore delle imprese che usufruiscono di raccomandazioni da parte di analisti affiliati.

I.5 COSTI E BENEFICI DELLA QUOTAZIONE

Appare prima di tutto opportuno sottolineare la possibilità di una società di scegliere tra un collocamento pubblico di titoli o un collocamento privato nel quale i titoli vengono venduti senza indire un'offerta pubblica di vendita.

La scelta dipende principalmente dalle esigenze delle singole società che manifestano la volontà a quotarsi sul mercato, nonostante ciò traspare la possibilità di delineare i principali vantaggi e costi delle due modalità.

I benefici collegati alle offerte pubbliche si presentano sotto diversa natura.

Innanzitutto la quotazione in Borsa attraverso collocamento pubblico permette alla società di migliorare la propria visibilità nazionale e internazionale, con la conseguente opportunità di espandere e rafforzare la rete di relazioni aziendali.

Da questo punto di vista la quotazione funge da strumento di certificazione della qualità dell'impresa che si presenta più affidabile agli occhi degli eventuali investitori.

I benefici di carattere finanziario sono rivolti a ridurre l'indebitamento e di conseguenza il costo del capitale di debito. Una società quotata ha maggior

possibilità di acquisire risorse a titolo di capitale proprio e di debito, sostenendo costi sensibilmente più contenuti di una società non quotata. Ne deriva una riduzione del grado di dipendenza dell'impresa dal sistema bancario.

Rimane però doveroso sottolineare che il primo obiettivo di una società che intende quotarsi rimane la raccolta di capitale da investire in azienda al fine di ottenere una crescita in termini di investimenti, personale e ricavi realizzati.

Inoltre vengono frequentemente concesse agevolazioni fiscali per le piccole e medie imprese che intraprendono il processo di quotazione, incentivi che appaiono rilevanti in quanto molto spesso i costi di consulenza da sostenere per l'ammissione al mercato regolamentato risultano essere insostenibili; ad esempio, in Italia, la Legge di Bilancio 2018 ha previsto che alle aziende che iniziano una procedura di quotazione è riconosciuto un credito di imposta, fino a un importo massimo di 500.000 euro, del 50% dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020.⁷

La quotazione, dal punto di vista organizzativo, può costituire un incentivo per il management attraverso l'adozione di piani di stock option; tali piani prevedono il conferimento ai manager della società di opzioni call, ossia azioni con il diritto di acquisire i titoli ad un determinato prezzo, detto strike price, ed entro un periodo di tempo definito. L'obiettivo di questi piani di stock option si attribuisce alla

⁷ Nuovi incentivi fiscali per la quotazione di PMI della Legge di Bilancio 2018, contenuti nel 2 comma dell'articolo 1 della Legge n. 205 del 27 dicembre 2017.

volontà di vincolare una parte della remunerazione dei dipendenti all'andamento della società stessa, in modo da stimolare l'efficienza lavorativa.

D'altro canto la scelta di un collocamento privato viene spesso giustificata da una maggiore flessibilità e snellezza della procedura che permettono di esercitare un controllo maggiore sull'intero processo, a partire dalla facoltà di selezionare direttamente il limitato numero di investitori istituzionali al quale rivolgersi, a ridurre le tempistiche di cessione assicurandosi l'intera alienazione dei titoli. Non indifferente è infine l'assenza di un controllo continuo da parte del mercato.

La quotazione in Borsa presenta naturalmente anche aspetti negativi, oneri e responsabilità alle quali l'impresa va incontro. In primo luogo si afferma la necessità di una riprogettazione della struttura organizzativa, operativa e del management in base a quanto definito dalle norme, con l'obbligo alla trasparenza informativa e quindi ad una periodica pubblicazione dei documenti riguardanti l'intera attività di gestione della società quotata.

L'azionario diffuso di una public company può provocare una perdita del controllo della proprietà in quanto la vendita di azioni al pubblico comporta il passaggio di una parte della proprietà ai nuovi azionisti. A ciò si deve aggiungere che il valore dei titoli e quindi dell'azienda è influenzato dalle condizioni del mercato borsistico, con il rischio di assistere a una riduzione del prezzo delle azioni nonostante una significativa crescita della società rispetto al resto del settore.

Infine la quotazione si presenta come un processo estremamente oneroso, sono infatti significativi i costi associati a un collocamento pubblico che nel caso di una società italiana di medie dimensioni, si stimano di circa il 5% del controvalore complessivo dell'offerta. I costi in questione possono essere distinti in commissioni di sottoscrizione e di collocamento relativi allo sponsor e ai membri del consorzio; costi di consulenza, sia legale che di comunicazione, spese di marketing e contributi da versare alla Consob che rientrano tra i costi proporzionali alla dimensione del collocamento e al numero dei consulenti coinvolti.

Sono compresi inoltre i costi accessori quali le spese per la pubblicazione del materiale informativo e i costi indiretti generati dalle modifiche introdotte a livello strutturale.

Di rilievo sono anche i corrispettivi che una società sostiene per essere ammessa nei mercati ufficiali, pari a euro 75 per ogni 500.000 euro di capitalizzazione, calcolata sul prezzo di offerta e con riferimento al capitale sociale attestato successivamente all'offerta. La permanenza sul mercato della Borsa prevede inoltre il pagamento di un corrispettivo semestrale pari a euro 11 per ogni 500.000 euro di capitalizzazione, calcolata sulla media del semestre precedente.⁸

⁸ I dati riportati sono relativi ai mercati di Borsa Italiana ed è possibile consultarli in maniera approfondita sul sito ufficiale della stessa.

D'altro canto anche il collocamento privato non risulta essere una procedura priva di costi, anche se di entità inferiore. Gli oneri in questo caso riguardano i costi della gestione contabile dell'azienda e i costi di consulenza del team degli specialisti e di un'eventuale advisor (consigliere), in particolare nelle operazioni di finanza straordinaria quali l'acquisizione di una società o la fusione di due o più società.

I.6 PERCHÉ UN'AZIENDA SI QUOTA IN BORSA ATTRAVERSO L'IPO

Sempre un numero maggiore di imprese si quota sul mercato regolamentato attraverso un'offerta pubblica di vendita, tanto che nel 2018 il mercato italiano è triplicato in termini di società passando da 36 imprese nel 2014 a 108 imprese nel 2018.⁹

L'IPO si è perciò rivelata un efficiente strumento di crescita per quelle imprese che mirano a aumentare i propri standard aziendali, incrementando la capacità competitiva sul mercato.

Il processo di quotazione attraverso l'IPO risulta essere spesso efficace in termini di risultati conseguiti in quanto prevede la cooperazione dell'azienda con un team di consulenti specializzati e quindi con un elevato grado di esperienza tale da poter conseguire gli obiettivi prefissati. Anche se possono determinare un impatto rilevante in termini di costo, i collocatori di titoli rivestono un ruolo cruciale nel

⁹ L. Incurvati, *Aim Italia, in cinque anni mercato triplicato*, «Il Sole24ore», 2018.

processo di quotazione in quanto gli underwriters che sottoscrivono le azioni dell'impresa, nella maggior parte dei casi si fanno carico del rischio derivante e nel caso si verificano squilibri nelle prime ore di mercato, intervengono a bilanciare il prezzo dei titoli. L'Offerta pubblica si presenta così come un metodo con un livello di rischio contenuto e una rilevante stabilità della domanda di titoli.

CAPITOLO II

DIRECT LISTING

La quotazione in Borsa per le imprese è oggi vista come un punto di partenza dal quale originare una nuova fase di crescita, cogliendo le opportunità che un mercato più ampio e diversificato può offrire. In questa ottica le aziende continuano a mobilitarsi nel ricercare metodi sempre più vantaggiosi e sempre meno rischiosi per reperire nuovi capitali da investire nella propria attività.

Da questa premessa, si sta recentemente sviluppando nell'ottica internazionale un sistema alternativo alla tradizionale offerta al pubblico di azioni attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale di Sottoscrizione o Vendita, si tratta del Direct Listing.

Il Direct Listing o Direct Public Offering DPO (in italiano Offerta Pubblica Diretta) si presenta come un metodo simile alle Initial Public Offering con la caratteristica determinante che l'impresa che intende quotarsi offre un'opportunità di investimento direttamente al pubblico. L'offerta in questione viene quindi effettuata direttamente dall'impresa quotanda, senza il supporto degli intermediari. La disciplina prevede solamente la possibilità per la società di collaborare con un broker FINRA sponsorizzante le azioni societarie, senza però garantire la piena sottoscrizione dell'offerta. Difatti l'attività del broker che assiste

secondariamente all'organizzazione dell'offerta, si limita principalmente a garantire la conformità del processo con la normativa vigente.¹⁰

Nella quotazione diretta la società non crea nuove azioni da vendere al pubblico, ma sono le azioni già presenti in circolazione ad essere offerte sul mercato ai potenziali investitori. Perciò a differenza delle Offerte Pubbliche Iniziali, non si realizza una raccolta di capitale esterno per la società, bensì una vendita delle azioni di proprietà degli investitori, dei promotori e persino dei dipendenti che possono incassare il ricavo in qualsiasi momento senza il problema del periodo di blocco tipico delle offerte pubbliche.

Il numero di azioni e il loro prezzo, a differenza delle IPO tradizionali, non sono predeterminati ma verranno definiti soltanto nel giorno in cui avrà inizio l'Offerta Pubblica Diretta, in base alla quantità che investitori e dipendenti vorranno quotare sul mercato. Ciò implica che anche i prezzi dei titoli azionari risulteranno vincolati alle condizioni del mercato e alla domanda.

Il DPO è un processo che viene preferito alla tradizionale IPO da società che nella maggior parte dei casi non possiedono le risorse necessarie a sostenere economicamente i costi dei servizi degli intermediari di supporto alla quotazione delle Offerte Pubbliche Iniziali. Difatti è stimato che l'underwriter nelle IPO addebita una tasso di commissione che può variare dal 3% all'8% dell'offerta totale, evidenziando che una parte consistente del capitale raccolto viene adibita al

¹⁰ Fonte: *Direct public offering*, Wikipedia The Free Encyclopedia

compenso degli intermediari. La società quotanda potrebbe anche non voler diluire il valore delle azioni già esistenti sul mercato creandone delle nuove o ancora preferisce evitare di incorrere in periodi di blocco presenti invece nelle IPO tradizionali.

Il fenomeno dell'IPO a due stadi esiste in realtà negli Stati Uniti da circa un decennio, e in precedenza era comunemente utilizzato nel Regno Unito e a Taiwan. Soltanto recentemente però il direct listing è diventato oggetto di interesse comune, in particolare con la prima recente grande applicazione del metodo nell'aprile del 2018 da parte di Spotify, leader mondiale nello streaming musicale.

II.1 UN PROCESSO A DUE FASI

Secondo un recente studio pubblicato dal Journal of Financial Intermediation, il processo di Direct Public Offering può essere definito come un'IPO a due fasi che vede prima l'impresa quotarsi sul mercato over-the-counter OTC, ossia su un mercato fuori Borsa, seguito da un upgrade a una borsa valori e un IPO su quello scambio (la seconda fase).¹¹

La società dopo aver quotato inizialmente le proprie azioni sul mercato OTC può decidere di fornire al pubblico e perciò ai potenziali investitori informazioni

¹¹ Rebel A.Cole, Ioannis V.Floros, Vladimir I.Ivanov, *U.S. exchange upgrades: Reducing uncertainty through a two-stage IPO*, Journal of Financial Intermediation 38 (2019) 45–57

societarie e presentare rapporti periodici come il 10-Ks e il 10-Q inerenti alla storia dell'azienda, alla struttura organizzativa, ai compensi esecutivi, al patrimonio netto e agli utili per azione, a filiali e bilanci certificati mediante la registrazione delle azioni emesse nelle precedenti offerte pubbliche presso la Securities and Exchange Commission SEC, l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori.¹² L'obiettivo della diffusione di informazioni riguardanti le performance aziendali è di ridurre al minimo l'asimmetria informativa al momento dell'IPO di un'impresa sulla Borsa in modo da limitare il grado di incertezza della seconda fase.

Difatti V. Floros afferma nell'analisi *U.S. exchange upgrades: Reducing uncertainty through a two-stage IPO* che “quando si arriva alla fase dell'IPO, gli investitori sono molto più a loro agio con l'azienda, riducendo la necessità di sottovalutare il titolo”. È quindi consono aspettarsi che più tempo si impiega sul mercato OTC fornendo una premurosa e corretta informazione, in modo tale da fornire maggiore trasparenza e liquidità, minore sarà il livello di asimmetria nella fase successiva. A conferma di ciò, è stato stimato che in un'IPO a due fasi si spende in media più di quattro anni (55 mesi) sul mercato OTC prima della quotazione finale in una delle borse valori mondiali come le americane NASDAQ, NYSE prime due al mondo, le europee AIM, LSE, ATM o l'asiatica Tokyo.

¹² I rapporti 10-Ks e 10-Q sono documenti periodici, rispettivamente annuale e trimestrale, richiesti per legge dalla SEC degli Stati Uniti.

I modelli sviluppati da Rock (1986) e Benveniste e Spindt (1989) delineavano già alla fine degli anni ottanta del secolo scorso che l'asimmetria informativa tra società quotanda e investitori genera un aumento dell'underpricing nelle offerte pubbliche iniziali, fenomeno che è possibile ridurre aumentando la trasparenza nella prima fase del DPO.

Tuttavia è presumibile che non sempre la divulgazione di informazioni riceva l'attenzione necessaria degli investitori, molto spesso a causa di livelli relativamente bassi di liquidità e copertura degli analisti o anche ad alti livelli di frode nel mercato.

L'analisi svolta da Rebel A. Cole, Ioannis V. Floros, Vladimir I. Ivanov sul meccanismo alternativo a due fasi, utilizzando le due misure di incertezza del grado di sottoquotazione al momento dell'IPO e la volatilità del rendimento azionario post-IPO a 60 giorni, ha accertato un livello di underpricing e di volatilità del titolo inferiori rispetto ai risultati di un'IPO tradizionale.

La ricerca ha tuttavia subito prove contrastanti sulla capacità di questo two-stage IPO di riuscire realmente a ridurre la sottoquotazione. Un recente studio condotto da Chun Chang (2017) sull'unico mercato pre-IPO obbligatorio al mondo, il mercato di Taiwan, rileva che nonostante l'elevato livello di informazione nella prima fase di mercato, il livello medio di sottovalutazione dell'IPO rimane elevato a un valore prossimo del 55%.

Prove fondate hanno portato Chang e i suoi collaboratori a concludere che i sottoscrittori che offrono le azioni al pubblico durante l'IPO, incassano commissioni maggiori sia dagli investitori che in termini di ricavi di intermediazione quando aumenta l'underpricing, pertanto i problemi delle agenzie possono portare a livelli elevati di sottovalutazione dell'IPO anche quando poca è l'asimmetria informativa o l'incertezza di valutazione sullo stock.¹³

II.1.1 Il Direct Listing contribuisce realmente a ridurre l'incertezza?

La prima parte dell'indagine eseguita da Rebel A. Cole, Ioannis V. Floros, Vladimir I. Ivanov nel sopracitato *Journal of Financial Intermediation* arriva a concludere che una two-stage IPO presenta livelli di incertezza più bassi nel momento in cui si quota sul mercato ufficiale grazie alla riduzione dell'asimmetria informativa nella prima fase del processo. Tuttavia le società non emettono azioni durante il passaggio alla borsa nazionale, ma lo fanno nei mesi successivi alla fase di upgrade, per questo risulta necessario prendere in considerazione l'ipotesi che la riduzione dell'incertezza possa verificarsi principalmente dopo il loro scambio sul mercato nazionale e che quindi i benefici derivanti dal Direct Listing siano dovuti essenzialmente alla seconda fase del processo, mentre la prima acquista un'importanza pressoché marginale.

¹³ Chang, C., Chiang, Y., Qian, Y., Ritter, J., 2017. *Pre-market trading and IPO pricing*. *Rev. Financ. Stud* 30, 835–865

Attraverso il recente test eseguito e pubblicato dal sopracitato Floros nel 2019, e realizzato confrontando il livello di incertezza dell'IPO a due fasi nel momento dell'upgrade e scambio sul mercato di borsa con quello di un IPO tradizionale simile, si è concluso che dotare di informazioni significative i terzi produce un impatto molto diverso sull'incertezza rispetto al fornire un livello medio o basso di divulgazione. Le stime hanno evidenziato come le imprese che ricorrono al DPO vedono una volatilità dei titoli significativamente inferiore rispetto all'IPO tradizionale sia nella momento dell'upgrade sulla borsa nazionale sia nella fase successiva; anche se l'effetto sulla volatilità non è così accentuato come l'effetto sull'underpricing che vede una riduzione del 23% ad una IPO classica.

I risultati confermano perciò la tesi iniziale integrandola: dimostrano che una società che intraprende il processo di quotazione attraverso il Direct Public Offering riscuote una riduzione significativa dell'incertezza dal momento della quotazione iniziale sul mercato OTC fino alla sua prima offerta di azioni pubbliche.

Successivamente nell'indagine viene esaminato il rapporto tra la liquidità del mercato OTC e il livello di asimmetria informativa, attraverso l'utilizzo di una delle misure proposte da Bruggemann et al. (2018), il numero di giorni di negoziazione a rendimento zero.¹⁴ La variabile mostra un rapporto inversamente

¹⁴ Bruggemann, U., Kaul, A., Leuz, C., Werner, I., 2018. *The twilight zone: OTC regulatory regimes and market quality*. Rev. Financ. Stud. 31, 898–942.

proporzionale con il livello di liquidità tale da evidenziare che le aziende più illiquide presentano una volatilità nella fase post upgrade maggiormente elevata.

II.2 CONFRONTO TRA UN'IPO TRADIZIONALE E DIRECT LISTING

La similitudine tra un'IPO tradizionale e una Offerta Pubblica Diretta è individuabile nel fine e nel metodo che entrambi i procedimenti si pongono di perseguire: consentire ad una società privata di diventare pubblica, quotandosi in Borsa attraverso la vendita di proprie azioni. A risultare differente è invece il modo nel quale tale quotazione si realizza.

Il metodo di quotazione realizzato attraverso una Initial Public Offering, di cui si è trattato nel primo capitolo, è un procedimento estremamente complesso che prevede la vendita delle azioni da parte del Consorzio di Collocamento agli investitori istituzionali attraverso un Roadshow, fase che invece non viene contemplata nel DPO. L'assenza delle numerose figure di investitori, dallo sponsor al global coordinator, all'underwriter e ai consulenti legali, si presenta come un vantaggio fondamentale in termini economici poiché non solo permette alla società emittente di conseguire un risparmio notevole, evitando di sostenere commissioni considerate estremamente onerose, ma apre la strada della quotazione anche a piccole e medie imprese che non possono permettersi di sostenere i costi diretti di una IPO tradizionale. È però doveroso anche osservare il rovescio della medaglia. Nel momento in cui una società decide di quotarsi sul

mercato regolamentato, si mobilita alla ricerca di consulenti specializzati, con una valida esperienza, di cui affiancarsi per realizzare la miglior prestazione possibile. La professionalità di tali figure determina così un aumento delle probabilità di successo della quotazione conseguenti ad una riduzione dei rischi derivanti dal collocamento dei titoli azionari. Perciò mentre nelle Offerte Pubbliche Iniziali sono le banche di investimento a farsi carico del rischio, nell' DPO i pericoli legati all'intero processo di vendita vertono tutti sull'azienda stessa.

Come si è potuto constatare, la maggior parte delle aziende che si quotano hanno la prospettiva di conseguire un'ulteriore crescita ricavando risorse dal pubblico per investirle nell'attività d'impresa. In questa ottica, mentre un'IPO tradizionale permette la raccolta immediata di capitali attraverso la vendita di nuove azioni, nel processo di direct listing l'alienazione di titoli azionari già esistenti, senza la creazione e emissione di nuove azioni, non comporta una disposizione immediata di risorse.

Inoltre una delle difficoltà maggiori che vengono associate alla quotazione in Borsa è la determinazione del prezzo delle azioni. Questo perché la definizione del prezzo, che nella maggior parte dei casi avviene attraverso il metodo del book building, si presenta determinante al fine di incentivare gli investimenti senza però intercorrere nel problema dell'underpricing per la società. Al contrario, in una Direct Public Offering il prezzo di offerta dei titoli non viene fissato dalla società ma si determina spontaneamente sul mercato. Senza la presenza di una banca di

investimento che crea mercato per le azioni dell'impresa quotanda, la società potrebbe però non incuriosire i potenziali investitori del mercato, causando un calo del prezzo delle azioni che si troverà completamente soggetto alle oscillazioni del mercato.

II.3 VANTAGGI E SVANTAGGI DEL DIRECT LISTING

Il Direct Public Offering come già più volte riportato, manca di un fattore essenziale dell'IPO tradizionale: il supporto di intermediari professionali. Assenza che si manifesta come un beneficio in termini di risparmio ma che costringe la società a rinunciare alla rete di sicurezza che un sottoscrittore è in grado di fornire nella vendita delle azioni al pubblico.

Il maggior livello di rischio ricade oltre che sulla società anche sugli investitori in quanto viene meno ogni tipo di garanzia contro la volatilità del prezzo delle azioni prima e dopo la quotazione sul mercato regolamentato.

Tuttavia il metodo del two-stage IPO fornisce un modo più rapido e meno costoso di raccogliere capitali e il prezzo delle azioni di apertura risulterà più equo in quanto sarà completamente soggetto alla domanda del mercato, e non fissato dal sottoscrittore in base ai dati finanziari raccolti tramite il Roadshow. Il risparmio derivante da una DPO è talmente importante che Bill Gurley, general partner di Benchmark Capital, ha dichiarato che “le società possono finire per spendere

centinaia di milioni di dollari in più se seguono il metodo standard di quotazione in Borsa”.

Il Direct Listing costa meno di un’IPO tradizionale ma questo significa anche che la società, almeno inizialmente, non ricaverà liquidità dalla quotazione e nel mercato attuale, la maggior parte delle società si quota sul mercato regolamentato per raccogliere capitali da investire nell’attività di impresa sociale. Secondo Jai Das, presidente e managing director di Sapphire Ventures, neanche una società con un brand forte e un elevato livello di liquidità ottenuto sui mercati privati come Uber, leader mondiale nei servizi di trasporto automobilistico privato, potrebbe permettersi di rinunciare all’opportunità di raccogliere nuove risorse dagli investitori pubblici. Bisogna riconoscere quindi che un fattore importante per poter intraprendere una DPO è l’assenza di un ingente bisogno di raccogliere liquidità.

Un altro problema rilevante è riscontrabile nel fatto che le banche hanno interesse nel far intraprendere alle imprese il processo di un’IPO tradizionale, in quanto ottengono benefici non solo dalle commissioni per il supporto alla quotazione ma anche dalla possibilità di distribuire le proprie azioni a determinati clienti. Per dissuadere le società a seguire un processo alternativo all’IPO standard, Jay Ritter, professore di Finanza della University of Florida, ha spiegato che le banche a volte intimidiscono le società affermando che i propri

analisti non si interesseranno a loro quando saranno sbarcate in Borsa.¹⁵

Tali minacce non avranno naturalmente alcun effetto su società di importanza mondiale con un brand altamente attrattivo, ma per le imprese meno note determinante sarà invece il supporto degli analisti.

Dall'analisi sviluppata nel capitolo è comunque possibile concludere che un'IPO a due fasi si presenta come un'ottima alternativa al metodo tradizionale dell'Initial Public Offering per affrontare l'incertezza riguardante la valutazione e le prospettive di crescita di una società che si sta quotando sul mercato, in quanto si è rivelato uno strumento capace di ridurre il problema gravoso dell'underpricing e della volatilità del titolo ricorrente nel sistema dell'IPO classica.

¹⁵ Troy Wolverton, 2019, *La Silicon Valley spera che il 'direct listing' di Slack tolga a Wall Street il controllo sulle Ipo*, pubblicazione su Business Insider

CAPITOLO III

IL CASO SPOTIFY

Il metodo del Direct Listing ha conseguito un interesse a livello internazionale dopoché il 4 aprile 2018 Spotify, il colosso svedese dello streaming musicale, si è quotato sulla borsa di New York.

Spotify è un servizio musicale che offre lo streaming on demand di una selezione di brani di varie case discografiche ed etichette indipendenti tra cui Majors Sony, EMI, Warner Music Group e Universal. Fondato a Stoccolma il 28 febbraio 2006 da Daniel Ek e Martin Lorentzon, attualmente conta più di 100 milioni di utenti paganti e 217 milioni di utenti attivi ogni mese, arrivando a chiudere il primo trimestre del 2019 con un fatturato di 1,51 miliardi di dollari e un +33% rispetto all'anno precedente.¹⁶

Il grande successo conseguito dalla piattaforma è stato in parte anche il frutto di un'attenta politica rivolta alla piena soddisfazione del consumatore, con proposte diversificate che potessero incontrare i bisogni di varie tipologie di utenti.

¹⁶*Spotify arriva a 100 milioni di abbonati paganti, il fatturato supera le attese*, La Stampa, 14 giugno 2019

III.1 La quotazione in Borsa

La scelta di utilizzare la quotazione diretta, percepita come inusuale e rischiosa, ha suscitato grande scalpore e curiosità generale anche grazie all'inaspettato risultato che è stato conseguito in quanto il valore delle sue azioni si è stabilizzato a un livello superiore di quanto ci si potesse aspettare.

Avendo escluso la fase dell' IPO tradizionale in cui il prezzo delle azioni viene prefissato dalla società stessa in base alle valutazioni degli analisti, il debutto societario in Borsa è stato costellato da un certo grado di volatilità. Nella fase di scambio privata il valore dei titoli azionari è oscillato sensibilmente da minimi di 37,50 dollari a massimi di 125 dollari. Ma alla fine l'entrata di Spotify in Borsa si è rivelata il maggior debutto tecnologico degli ultimi tempi.

Al momento dell'apertura della borsa di New York, le azioni di Spotify hanno debuttato a 165,90 dollari, molti di più dei 132 dollari della valutazione iniziale. Alla chiusura della borsa erano a 149,01 dollari, per una valutazione totale di Spotify a 26,5 miliardi di dollari. Sono state messe in vendita in tutto circa il 31 per cento delle quote di Spotify, ovvero soltanto le quote degli investitori iniziali che volevano vendere.¹⁷

Essendo una piattaforma molto conosciuta a livello mondiale, Spotify ha preferito ricorrere a una quotazione diretta piuttosto che a una tradizionale Offerta Pubblica in quanto la sua notorietà escludeva ogni esigenza a ricorrere a intermediari

¹⁷ *Spotify si è quotata in Borsa*, Il Post, 4 aprile 2018

finanziari che la promuovessero sul mercato attraverso le operazioni di pre-marketing e di Roadshow con gli investitori istituzionali, dando la certezza che il DPO non sarebbe passato inosservato. Il grande interesse che ha ottenuto l'entrata di Spotify sulla borsa statunitense ha scosso anche l'alta finanzia, che ha visto il proprio business sfidato da un nuovo e proficuo metodo in grado di ridimensionare il potere delle grandi banche mondiali.

La decisione da parte del leader musicale Spotify è giustificabile oltre che nella volontà di risparmiare sugli intermediari che richiedono spesso compensi estremamente onerosi, anche nel permettere agli investitori individuali di acquistare azioni agli stessi prezzi dei grandi fondi, che normalmente ottengono agevolazioni acquistandone in anticipo grandi quantità. Non è un caso che le persone più interessate alla quotazione di Spotify siano state principalmente i giovani della fascia 18-35 anni.

Il metodo del Direct Public Offering, trattato nel capitolo precedente, non prevede l'emissione di nuove azioni sul mercato a differenza di un'IPO tradizionale, pertanto la società non raccoglie capitale dalla quotazione ma consente ai propri azionisti di vendere immediatamente le loro azioni, senza limitazioni dovute al periodo di blocco delle IPO. La fortuna di Spotify è stata che gli azionisti non abbiano venduto le azioni in massa, ciò avrebbe infatti portato ad una radicale diminuzione del loro valore.

Il DPO non consentendo la raccolta immediata di risorse, come si è già accennato, non risulta di possibile applicazione per qualsiasi società sul mercato. In questa ottica Spotify ha potuto ricorrere all'utilizzo del direct listing proprio perché avendo molta liquidità non aveva esigenza di ricavare nuovi capitali dal mercato per investirli nella propria attività.

Naturalmente la scelta del colosso svedese non è stata priva di rischi. Decidendo di percorrere una strada mai intrapresa prima da nessun'altra società di quelle dimensioni, Spotify ha fatto una vera e propria scommessa sul proprio nome poichè se la quotazione fosse andata bene, tutte le entrate sarebbero confluite nelle casse degli azionisti e dei suoi dipendenti.

La mancanza di sottoscrittori ha inoltre escluso la presenza di qualsiasi paracadute, ossia Spotify si è vista affrontare il rischio che nessuno sarebbe intervenuto a sostenere il titolo in caso di improvvisa difficoltà. Rischio che nelle Initial Public Offering ricade interamente sulle banche di investimento che intervengono nel caso di squilibri di mercato a bilanciare il prezzo dei titoli azionari.

I due fondatori, Daniel Ek e Martin Lorentzon sono riusciti a mantenere un solido controllo della gestione societaria, continuando a detenere l'80,4% dei diritti di voto in assemblea, e allontanando così ogni pericolo legato al collocamento pubblico (Paolo Fiore, da agi.it, 2018).

Infine la società ha dovuto anche tenere conto della possibilità che gli azionisti e i

dipendenti avrebbero potuto non avere alcun tipo di interesse a fare cassa vendendo le proprie azioni. Fortunatamente, sotto questo punto di vista, Spotify si è vista scambiare quasi un terzo dei propri titoli, circa il 31 per cento, quantità tale da non provocare una riduzione del valore della società stessa.¹⁸

Nonostante la crescita relativa sia agli utenti iscritti che al fatturato, Spotify continua comunque a riportare perdite, e questo è dovuto principalmente al suo modello di business. Infatti Spotify, che viene finanziata dagli abbonamenti a pagamento sottoscritti da una parte degli utenti, dalle pubblicità mostrate a chi non è abbonato e dagli acquisti musicali in negozi partner, a differenza di molte altre piattaforme streaming che pagano solamente un compenso iniziale per acquistare i diritti sull'opera, paga gli artisti ogni singola volta che la canzone viene ascoltata, in una proporzione di 75 centesimi per ogni dollaro incassato. Ne consegue che attualmente due terzi delle sue entrate sono totalmente destinati a pagare gli ingenti diritti d'autore di musicisti, produttori e case discografiche quali Universal Music, Sony Music e Warner Music.¹⁹

Dai dati risulta però che più l'attività incrementa, più Spotify riesce ad ottenere margini di profitto migliori grazie alla possibilità di stipulare accordi di mercato maggiormente favorevoli con gli artisti e le case discografiche. A testimonianza di questa crescita sono stati resi noti dal fondatore Daniel Ek i dati che testimoniano

¹⁸ *Spotify si prepara al debutto in Borsa: lo streaming musicale sbarca a Wall Street*, La Repubblica, 2 aprile 2018

¹⁹ Marco Valsania, *Spotify, la quotazione diretta spaventa le banche d'affari*, Il Sole 24 ore, 5 aprile 2018

un incremento del margine lordo dal 16 per cento conseguito alla fine del 2014 a un valore di circa il 21 per cento dell'anno 2017.²⁰

Con una capitalizzazione che ha toccato i 26,5 miliardi di dollari alla fine del primo giorno di quotazione sulla Borsa newyorkese NYSE, Spotify si colloca al terzo posto nella storia dei collocamenti iniziali dietro la multinazionale cinese di commercio elettronico Alibaba con un valore di 233,89 miliardi di dollari e Facebook (81,74 miliardi di dollari), l'impresa fondata dallo statunitense Mark Zuckerberg che offre un servizio di rete sociale al pubblico.

Di seguito è riportato il grafico che descrive l'andamento dei titoli azionari di Spotify dal giorno della sua quotazione in borsa, il 4 aprile 2018 fino al giorno odierno, il 7 novembre 2019.



²⁰ Peter Kafka, Rani Molla, *Spotify is still burning an enormous amount of cash, but the bigger it gets, the better it looks*, Recorde, Vox, 28 febbraio 2018

Secondo i dati aggiornati de Il Sole 24 ore, dopo la sua quotazione nell'aprile del 2018, Spotify ha raggiunto il minimo storico il 21 dicembre 2018 per un valore di 105,25 dollari per titolo.

Nel corso dell'anno 2019 dopo aver aperto con una quotazione di 113,5 dollari, il valore delle azioni della società ha raggiunto la quota minima annuale il 3 gennaio 2019 a 108,59 dollari e il livello massimo annuale il 1° agosto 2019 stabilizzandosi a 161,38 dollari.²¹

III.1 Direct Listing: Un fenomeno in espansione

Altre aziende simili a Spotify potrebbero decidere di optare per lo stesso metodo di quotazione, per evitare intermediari e richiamare un pubblico più vasto di investitori. Ma non sono molte le aziende così radicate e conosciute da poterselo permettere.

A seguire le orme di Spotify è stata recentemente la società americana Slack Technologies Inc. che ha fatto il suo debutto a Wall Street il 20 giugno 2019 con una valutazione iniziale di circa 15,7 miliardi di dollari e un prezzo per azione fissato a 26 dollari. La società che ha sviluppato un software di collaborazione e chat aziendale che facilita il team working creando un centro di collaborazione virtuale in cui i membri conversano istantaneamente fra loro, ha riscosso un

²¹ I dati in questione sono riportati nella sezione Mercati del quotidiano economico-finanziario italiano Il Sole 24 ore

grande successo tanto che alla fine del primo giorno di contrattazioni si è registrata una crescita del 50% rispetto al prezzo dei titoli azionari fissati il giorno precedente.²² La società che per la quotazione ha utilizzato il metodo del direct listing, ha aperto in borsa con un valore di 38,50 dollari per azione, valore nettamente sopra al prezzo di collocamento di 26 dollari indicato dall'impresa. Quotazione che ha definito un valore di mercato complessivo di oltre 23,2 miliardi di dollari contro i 15-17 miliardi che erano stati ipotizzati.²³

Sulla scia di queste importanti aziende tech, altre società stanno sempre più prendendo in considerazione l'idea di accantonare il tradizionale processo di quotazione attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale, per ricorrere a un metodo più semplice e veloce, ma anche meno costoso, quello del direct listing.

Molti analisti finanziari affermano però che è improbabile che il metodo del Direct Public Offering si diffonda in larga misura in quanto tra le varie ragioni, la principale è proprio il fatto che molte delle società che decidono di diventare pubbliche semplicemente non possono permettersi di rinunciare alla raccolta di liquidità che una normale Ipo comporta. Difatti, secondo quanto riportato nel primo capitolo, generalmente il primo obiettivo di una società quotanda è la raccolta di capitale da investire in azienda per aumentare la propria competitività sul mercato.

²² Pierluigi Vetta, *La quotazione di Slack*, Starting Finance, 3 settembre 2019

²³ Riccardo Barlaam, *Slack debutta a Wall Street e il titolo vola a 38 dollari*, Il Sole 24 ore, 20 giugno 2019

Altri come Peter Flint, managing partner della società venture capital Nfx, ritiene che un numero sempre maggiore di società si sta indirizzando verso la strada del direct listing. Flint afferma che molte società sono riuscite a rimandare la quotazione sui mercati pubblici grazie a un afflusso di capitali da parte di SoftBank e di altri fondi di venture capital specializzati nell'investimento in startup più mature. E supponendo che riescano a conservare la propria liquidità nel lungo periodo, molte di queste startup potrebbero essere in grado di quotarsi seguendo proprio il processo di direct listing.²⁴

La volontà generale è di mostrare alle società che c'è un modo molto più semplice e conveniente di quotarsi sui mercati regolamentati senza per forza ricorrere al processo di Initial Public Offering, su cui Wall Street esercita un importante controllo.

Oltre a Slack Technologies Inc., molte altre società note stanno sempre più valutando la possibilità di quotarsi in borsa attraverso questo metodo alternativo alle IPO. Dalle ultime indiscrezioni il prossimo grande sbarco a Wall Street con il metodo del direct listing, sarà di Airbnb durante il 2020. La società californiana leader delle alternative agli alberghi tradizionali valutata 31 miliardi di dollari nel 2017, che vanta una rete di mezzo miliardo di viaggiatori che usano la piattaforma per affittare case per viaggi di lavoro o vacanze,

²⁴ Troy Wolverton, *La Silicon Valley spera che il direct listing di Slack tolga a Wall Street il controllo sulle Ipo*, Business Insider, 21 giugno 2019

ha annunciato sul proprio sito l'intenzione di effettuare un collocamento azionario iniziale. Nonostante non siano stati forniti dettagli al riguardo, gli analisti finanziari si aspettano che la scelta da parte di Airbnb ricadrà proprio su una offerta pubblica diretta.²⁵

²⁵ Marco Valsania, *Airbnb punta alla quotazione entro il 2020*, Il Sole 24 ore, 19 settembre 2019

CONCLUSIONI

In un mercato sempre più competitivo e globale la quotazione in borsa si rivela come un'opportunità di crescita per le società che guardano al futuro e sentono sempre più la necessità di migliorare la propria posizione commerciale.

Le Initial Public Offering si presentano come un processo estremamente complesso che richiede da parte delle società che intendano quotarsi su un mercato regolamentato una serie di valutazioni, realizzate principalmente da qualificati analisti di supporto, che tengano conto di tutti gli effetti che si possono produrre sull'intero complesso aziendale.

L'obiettivo posto all'inizio di questo elaborato era di fornire un'analisi del fenomeno del direct listing, una soluzione differente alle Initial Public Offering nel processo di quotazione di una società sui mercati ufficiali, che sta interessando il sistema finanziario mondiale. Questo perché come si è potuto constatare, il DPO si presenta come un'alternativa efficace al normale processo di quotazione che invece implica considerevoli responsabilità, soprattutto dal punto di vista dei costi, che permettono la possibilità di quotarsi in borsa soltanto ad un numero limitato di aziende.

Dallo studio svolto si vede infatti come la cosiddetta IPO a due fasi non solo permette di risparmiare milioni di euro da poter così destinare direttamente all'attività d'impresa, invece di impiegarli per remunerare gli underwriters ossia

gli intermediari di supporto al collocamento titoli presso il pubblico, ma produce anche un beneficio in termini di riduzione del problema dell'underpricing dei titoli azionari tipico delle offerte pubbliche iniziali. Non meno importante si è inoltre rivelata la capacità della prima fase del two-stage IPO di limitare la volatilità dei titoli attraverso un attento processo di comunicazione delle informazioni aziendali al pubblico, tale da accrescere la fiducia degli investitori che avranno così meno necessità a sottovalutare i titoli.

Tuttavia come tutti i sistemi, anche il direct listing è imperfetto e perciò presenta dei punti deboli, primo tra tutti la mancanza di una rete di sicurezza, che si presenta invece solida e efficace nell'IPO tradizionale. La presenza di intermediari "salvagente" è un fattore non di poca importanza, in quanto il mercato finanziario è per eccellenza estremamente volatile e quindi poco prevedibile.

L'analisi del caso Spotify ha però dimostrato che, qualora sussistano i giusti presupposti, il direct listing può senza alcun dubbio competere con le Initial Public Offering classiche, conseguendo risultati di altissimo livello storico. A conferma il fatto che la quotazione di Spotify si è posizionata addirittura al terzo posto, con 26,5 miliardi di dollari, per capitalizzazione realizzata alla chiusura del primo giorno di quotazione.

La scelta sul metodo appare perciò non così nettamente scontata, ma sarà il risultato di un'attenta valutazione di tutti i fattori in gioco. Aspetterà quindi alle

singole società valutare attentamente perdite e benefici di entrambi i metodi in relazione alle loro caratteristiche organizzative, amministrative e strutturali.

In generale ci si aspetta che le aziende meglio capitalizzate, più familiari e con una forte Corporate Reputation tenderanno a orientarsi verso una DPO, mentre le aziende in cerca di liquidità da impiegare nella propria crescita o che inseguono una maggior familiarità opteranno per una quotazione più tradizionale.

In conclusione, nonostante il direct listing per le grandi aziende è ancora in una fase sperimentale, si ritiene fondato che altre operazioni di DPO sono all'orizzonte dopo il successo ottenuto dei colossi mondiali Spotify e Slack.

BIBLIOGRAFIA

- A. Manelli, R.Pace, “*Finanza di impresa, Analisi e metodi*”, ISEDI, (2009)
- A.Saunders, M.M.Cornett, M.Anolli, B.Alemanni, “*Economia degli Intermediari Finanziari*”, McGraw-Hill Education, Quarta edizione, (2015)
- Bruggemann, U., Kaul, A., Leuz, C., Werner, I., “*The twilight zone: OTC regulatory regimes and market quality*” (2018), *Rev. Financ. Stud.* 31, 898–942
- Chang, C., Chiang, Y., Qian, Y., Ritter, J., “*Pre-market trading and IPO pricing*”. (2017) *Rev. Financ. Stud.* 30, 835–865
- Codice Civile Italiano (R.D. 16 marzo 1942, n.262) aggiornato agosto 2019
- Decreto Legislativo n. 58/1998 (TUF) articolo 94
- Kevin ROCK, La teoria del Winner’s Curse, “*Why New Issues are Underpriced*”, *Journal of Financial Economics* 15 (1986) 187-212
- Lawrence M.Benveniste, Paul A.Spindt, “*How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*”, *Journal of Financial Economics*, (1989) vol.24, issue 2, 343-361
- Legge di Bilancio 2018, Legge n. 205 articolo 1 comma 2, (27 dicembre 2017)
- Lucilla Incorvati, “*Aim Italia, in cinque anni mercato triplicato*”, «Il Sole24ore», (2018)
- Marco Valsania, *Airbnb punta alla quotazione entro il 2020*, Il Sole 24 ore, 19 settembre 2019
- Marco Valsania, *Spotify, la quotazione diretta spaventa le banche d'affari*, Il Sole 24 ore, 5 aprile 2018
- Peter Kafka, Rani Molla, *Spotify is still burning an enormous amount of cash, but the bigger it gets, the better it looks*, *Recordes, Vox*, 28 febbraio 2018
- Pierluigi Vetta, *La quotazione di Slack*, *Starting Finance*, 3 settembre 2019

Rebel A.Cole, Ioannis V.Floros, Vladimir I.Ivanov, “*U.S. exchange upgrades: Reducing uncertainty through a two-stage IPO*”, *Journal of Financial Intermediation* 38 (2019) 45–57

Riccardo Barlaam, *Slack debutta a Wall Street e il titolo vola a 38 dollari*, *Il Sole 24 ore*, 20 giugno 2019

Spotify arriva a 100 milioni di abbonati paganti, il fatturato supera le attese, *La Stampa*, 14 giugno 2019

Spotify si è quotata in Borsa, *Il Post*, 4 aprile 2018

Spotify si prepara al debutto in Borsa: lo streaming musicale sbarca a Wall Street, *La Repubblica*, 2 aprile 2018

Troy Wolverton, “*La Silicon Valley spera che il ‘direct listing’ di Slack tolga a Wall Street il controllo sulle Ipo*”, (2019), *Business Insider*

SITOGRAFIA

Sito ufficiale di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it

Wikipedia The Free Encyclopedia, “*Direct public offering*” www.wikipedia.org

Sito Business Insider www.businessinsider.com

Sito Il Post www.ilpost.it

Sito Agenzia Italiana www.agi.it

Sito Il Sole 24 ore www.ilsole24ore.com

RINGRAZIAMENTI

In queste righe colgo l'occasione di ringraziare tutte quelle persone che chi più, chi meno mi hanno accompagnato durante questo meraviglioso percorso.

Innanzitutto desidero ringraziare la prof.ssa Camilla Mazzoli, relatrice di questa tesi per la professionalità e la disponibilità dimostratemi durante l'intera stesura di questo lavoro.

Un grazie particolare va ai miei compagni di viaggio e amici, Federica, Giacomo, Giuseppe e Marco, per le belle giornate sui banchi dell'università, per aver condiviso insieme tante gioie, ma soprattutto per aver reso meno amara ogni sconfitta. Senza di voi sarebbe stato diverso.

Il grazie più grande va alla mia famiglia, a mio padre Giuseppino, mia madre Maria Antonietta, mia sorella Veronica e mio fratello Andrea per la presenza costante e l'amore incondizionato. Vi ringrazio per avermi sempre incoraggiato a fare meglio ma anche di avermi fatto capire quando quel meglio era abbastanza. Devo principalmente a voi la persona che sono oggi. Spero siate fieri di me.

Grazie alle mie amiche Alessia, Sofia, Ludovica, Chiara, Greta, Debora, Valentina e Greta per condividere insieme i momenti più importanti delle nostre vite. Per un orecchio sempre pronto ad ascoltare e una mano sempre tesa da afferrare. Un pensiero particolare va a Sofia, sorella acquisita che da diciassette anni riempie la mia vita con il suo sorriso contagioso.

Un grazie a Diletta, amica sincera e compagna di numerose avventure.

Un ringraziamento generale a tutti gli amici e le persone a me più care che consapevolmente o non hanno contribuito al conseguimento di questo risultato, punto di partenza della mia vita.

Un ultimo pensiero va infine ai miei nonni: a nonna Anna, nonno Alfeo e nonno Felice che dal cielo staranno festeggiando insieme a me e a nonna Nina per lo smisurato amore che solo un nipote può ricevere.

Un grazie non scontato va infine a me stessa, per l'impegno e la determinazione, per averci provato ed esserci riuscita.

Rebecca