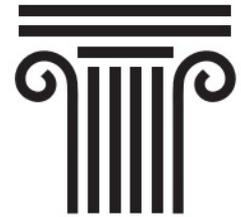


LUISS



Libera Università degli Studi Sociali 'Guido Carli'

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Direct listing e underpricing: il caso Spotify

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Clara Paita

Matr. 221971

ANNO ACCADEMICO 2019 - 2020

*Alla mia Famiglia
che mi ha sostenuto
in questo percorso.*

INDICE

Introduzione	4
1. IPO e underpricing	8
1.1 <i>Introduzione</i>	8
1.2 <i>Definizione e caratteristiche</i>	9
1.3 <i>Fasi della procedura</i>	12
1.4 <i>Vantaggi e costi di un IPO</i>	18
1.5 <i>Problema dell'underpricing nelle quotazioni di borsa</i>	22
1.6 <i>Conclusioni</i>	31
2. Direct listing	33
2.1 <i>Introduzione</i>	33
2.2 <i>Definizione e requisiti</i>	35
2.3 <i>Fasi della procedura</i>	41
2.4 <i>Vantaggi e rischi</i>	45
2.5 <i>Conclusioni</i>	48
3. Il caso Spotify	50
3.1 <i>Introduzione</i>	50
3.2 <i>Descrizione dell'azienda</i>	52
3.3 <i>Le fasi del processo di direct listing</i>	56
3.4 <i>Analisi dell'underpricing dell'azienda rispetto ad altre IPO</i>	66
3.5 <i>Conclusioni</i>	68
Conclusioni	70
Bibliografia e sitografia	73

Introduzione

L'offerta Pubblica di Sottoscrizione, in inglese *Initial Public Offering* (IPO), rappresenta uno dei momenti più importanti della vita di un'azienda. È il processo attraverso cui la società si quota su un mercato regolamentato per la prima volta, offrendo agli investitori le proprie azioni in sottoscrizione. Le principali motivazioni che inducono i manager ad effettuare una IPO sono molteplici e riguardano ad esempio la necessità di reperire finanziamenti e di permettere agli azionisti o eventuali *venture capitalist* di liquidare la loro quota in modo da realizzare un profitto per il loro investimento. L'IPO è un'operazione lunga e complessa non sempre conveniente alle imprese. Il processo con cui l'emissione avviene è piuttosto standardizzato e simile per la maggior parte delle società ma comporta elevati costi, tra cui il più gravoso è l'*underpricing*. Quest'ultimo rappresenta la differenza percentuale fra il prezzo di offerta del titolo (ovverosia il prezzo al quale è possibile sottoscrivere l'azione) e quello di chiusura dello stesso al termine del primo giorno di negoziazione sul mercato.

La tesi approfondisce l'aspetto dell'*underpricing*, per individuare i motivi sottostanti alla scelta della società di sotto-prezzare i propri titoli. Sebbene l'*Initial Public Offering* sia la metodologia più diffusa, non è l'unica opzione. Alcune società si sono quotate usando un metodo alternativo, più rischioso, ma in caso di successo, molto meno costoso: il *Direct Listing*. La principale differenza rispetto a un'IPO risiede nel fatto che la quotazione diretta avviene senza l'ausilio degli *underwriter*, ovvero, banche d'investimento che svolgono il ruolo fondamentale di comprare le azioni emesse dalla società e di venderle successivamente agli investitori interessati all'acquisto (Brealey, Myers e Allen, 2017). Nel *Direct Listing* è l'azienda stessa a gestire il processo di quotazione in modo diretto appunto, senza l'impiego dei servizi degli intermediari finanziari a cui si versano onerose commissioni al fine di essere

sostenute nella fase di promozione della vendita delle proprie azioni agli investitori e senza compiere il roadshow per raccogliere l'impegno dagli azionisti potenziali, mancando anche di definire un prezzo di debutto dell'azione. Gli azionisti esistenti vendono così le proprie azioni direttamente ai nuovi investitori. Il Direct Listing non prevede un aumento di capitale al momento della quotazione ma le azioni già in circolazione di una società privata vengono quotate in una borsa valori senza un'offerta di sottoscrizione primaria o secondaria. Solitamente le società che adottano il Direct listing sono ben capitalizzate e non necessitano di nuovo capitale, in quanto ne hanno già raccolto in misura significativa nei mercati privati. Infine il Direct Listing offre l'opportunità di risparmiare milioni di dollari in underpricing, fornendo allo stesso tempo liquidità agli azionisti esistenti e aumentando il prestigio e la reputazione della società. Tuttavia, quotarsi al pubblico senza la struttura di un processo IPO non è privo di rischi. Infatti, non essendovi nessun sindacato di sottoscrizione, non vi è alcun supporto o garanzia per la vendita di azioni, investitori sicuri a lungo termine, nessuna possibilità di opzioni come greenshoe e alcuna difesa da parte di grandi azionisti contro qualsiasi volatilità del prezzo delle azioni durante e dopo la quotazione delle azioni.

Spotify, con il suo *Direct Listing* nel 2018, ha rappresentato un punto di svolta per l'intero mercato delle IPO portando a termine con successo la propria quotazione.

L'elaborato è organizzato nel seguente modo:

Nel primo capitolo, verrà esplicitato fase per fase il processo di IPO ed evidenziato il ruolo fondamentale che gli *underwriter* ricoprono durante la preparazione del *Registration Statement*, durante i meeting per pubblicizzare l'offerta al pubblico delle azioni della società e soprattutto nel periodo successivo alla quotazione attraverso la stipulazione di accordi di *lockup* con gli azionisti esistenti e mediante attività di stabilizzazione del prezzo delle azioni nei primi mesi successivi all'emissione. Inoltre, verranno analizzati i

costi che gravano sulla società emittente durante una IPO, focalizzandosi sulla determinazione della commissione degli *underwriter* e sul fenomeno dell'*underpricing*. Per cercare di individuare quali siano le cause dell'*underpricing* si esamineranno diversi modelli offerti dalla letteratura scientifica tra cui i più importanti sono quelli elaborati da Ibboston (1975) e Ritter (1984).

Quasi tutti i modelli teorici si basano sull'asimmetria informativa esistente tra i diversi soggetti coinvolti nel collocamento per cui alcuni partecipanti riescono ad imporre i propri interessi su quelli di altri individui, sfruttando la posizione di vantaggio derivante dal possesso di informazioni privilegiate. Altre teorie affermano che l'*underpricing* sia una strategia volontariamente perseguita dalla società ed altre ancora che l'*underpricing* sia il risultato dei rapporti fra emittente e banca d'investimento.

Nel secondo capitolo verranno descritte le varie fasi del processo del Direct Listing, i requisiti necessari alla quotazione e i nuovi soggetti coinvolti, quale ad esempio il market maker che determina il prezzo di apertura in base agli ordini di acquisto e vendita in consultazione con il consulente finanziario dell'azienda, utilizzando il prezzo di riferimento come punto di partenza. In particolare, si analizzerà il differente processo di determinazione del prezzo. Infatti, mentre il prezzo di una IPO è determinato dai sottoscrittori insieme alla società misurando l'interesse degli investitori durante il roadshow, nella quotazione diretta il prezzo di riferimento è invece fissato dal NYSE e si basa su fattori come le valutazioni private. Si discuterà solamente delle regole di quotazione vigenti al NYSE (NEW YORK STOCK EXCHANGE), essendo fino ad oggi l'unico mercato di scambio ad aver lanciato un elenco diretto. Infine verranno esposti i vantaggi e i rischi di tale scelta per l'azienda e per gli investitori. Nel terzo capitolo verrà analizzato come caso studio il Direct listing di Spotify.

La società non aveva bisogno di raccogliere alcun capitale aggiuntivo bensì aveva l'esigenza di rendersi pubblica al fine di fornire liquidità ai primi investitori e di ottenere considerazione da utilizzare per future acquisizioni. Verranno descritte le caratteristiche principali dell'azienda e le fasi del processo di quotazione. Spotify, infatti, avendo la sede a Lussemburgo, ha iniziato la quotazione presentando, il 28 febbraio, la dichiarazione di registrazione del Securities Act del modulo F-1 per gli emittenti stranieri (Grabar, Lopez & Basham, 2018). Verrà analizzato il differente ruolo assunto dalle banche di investimento Goldman Sachs Group Inc., Morgan Stanley e Allen & Co. come consulenti finanziari e non più come sottoscrittori, per poi concludere la trattazione con il modello teorico di Coffee (2018) riguardante l'underpricing della quotazione di Spotify.

CAPITOLO 1 : IPO e underpricing

1.1 Introduzione.

Nel seguente capitolo verranno esposte le caratteristiche principali delle IPO (Initial Public Offering) e il fenomeno dell'underpricing, principale costo indiretto delle IPO. Tali argomenti sono fondamentali nell'ambito della finanza poiché molte società di successo, si trovano, in un particolare momento del loro percorso, a valutare l'ipotesi di quotarsi su un mercato regolamentato. Le ragioni che inducono le società a quotarsi in Borsa sono molteplici. Le società possono voler finanziare un nuovo piano di investimenti, crescere più velocemente tramite acquisizioni; o membri della famiglia fondatrice e soci finanziari essere alla ricerca di una possibilità al fine di diversificare l'investimento. L'IPO offre una soluzione a queste esigenze e rappresenta una scelta fondamentale per il futuro dell'azienda. Per questo è importante che le società valutino attentamente tutti gli aspetti della quotazione e le implicazioni derivanti dallo status di società quotata sulla gestione aziendale (www.borsaitaliana.it). L'underpricing, d'altra parte, risulta essere la principale anomalia da analizzare in sede di offerta pubblica di sottoscrizione (o di vendita, nel caso di titoli di società già quotate). In particolare, nel primo paragrafo viene definita la procedura di Offerta Pubblica di Sottoscrizione, le ragioni che inducono un'impresa a quotarsi sul mercato, i vantaggi e i costi. Successivamente verrà illustrato il fenomeno dell'underpricing, riscontrabile nella quasi totalità delle IPO e i relativi modelli teorici sviluppati in letteratura al fine di fornire una spiegazione a tale fenomeno.

1.2 Definizione e caratteristiche.

L'offerta pubblica iniziale costituisce lo strumento attraverso cui una società ottiene la diffusione dei propri titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante) quotandosi su un mercato regolamentato (www.borsaitaliana.it). Si tratta, quindi, dell'operazione con cui la società, una volta raggiunta un'adeguata fase di sviluppo, colloca parte dei propri titoli per la prima volta sul mercato borsistico, offrendoli al pubblico degli investitori. In particolare, una IPO può essere presentata in diverse modalità. L'offerta si dice primaria quando vengono emesse nuove azioni e offerte in sottoscrizione al fine di raccogliere liquidità per attività di investimento o operative. È secondaria quando si vendono le azioni già in possesso dei precedenti azionisti. L'offerta primaria è denominata anche Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), mentre la secondaria, Offerta Pubblica di vendita (OPV). La differenza sostanziale che caratterizzano le due tipologie di offerta risiede nel fatto che la prima fattispecie è un modo per reperire nuove risorse finanziarie per l'azienda con contestuale aumento del capitale, mentre la seconda consente agli azionisti di monetizzare le loro partecipazioni alterando la compagine sociale ma non il capitale proprio (Aa. vv., 2016). Le offerte secondarie non riguardano soltanto imprese di piccole dimensioni e relativamente immature, quale fu, per esempio, nel 1998 "Dupont" che liquidò un'ampia porzione delle proprie partecipazioni azionarie in "Conoco" per un valore di \$ 4.4 miliardi. Le offerte secondarie di maggiore importanza si verificano quando i Governi vendono i titoli che detengono nei capitali delle società, come avvenne nel 1999, quando il Governo italiano incassò circa £ 17 miliardi vendendo il 31.7% di Enel. Esiste, infine, una terza forma di quotazione mista che prevede l'utilizzo di entrambe le modalità (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, OPVS). Il motivo per cui una società decide di quotarsi (the going public decision) è una questione attentamente studiata in letteratura. Secondo la c.d. "*pecking*

order theory" (Myers, 1984) vige un "ordine gerarchico" nelle preferenze di finanziamento di un'impresa e il ricorso al capitale di rischio rappresenta l'ultima alternativa, giustificando così la preferenza delle imprese per l'indebitamento. Secondo un ulteriore modello (Myers-Majluf, 1984), i *managers*, che possiedono maggiori informazioni rispetto agli investitori esterni, offrono azioni solamente quando il mercato tende a sopravvalutarle. Per altri teorici, la quotazione è considerata un momento del ciclo di vita dell'impresa (Ibbotson-Ritter, 1995 e Brealey-Myers, 1996) che si rende necessario quando, a causa delle dimensioni raggiunte dall'impresa, l'investimento richiesto sarebbe troppo grande ed illiquido se le azioni non fossero quotate. Infatti, la quotazione del titolo consente di attribuire allo stesso maggiore liquidità dando l'opportunità agli attuali azionisti di disinvestire più agevolmente, in tutto o in parte, la propria partecipazione. Brau e Fawcett (2006) hanno analizzato, tramite test empirici, le motivazioni addotte dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende:

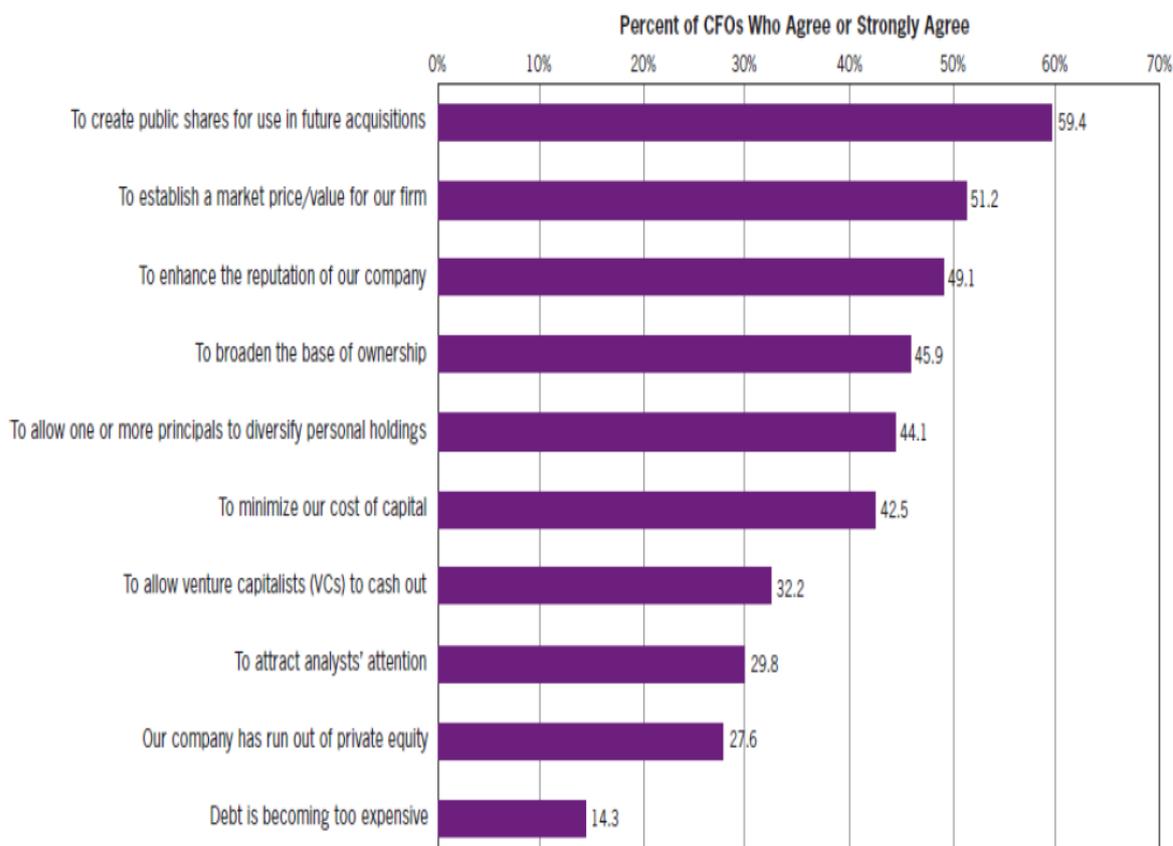


Figura 1, “Motivi addotti dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende”.
 Fonte: Brau, J.C e Fawcett, S.E. (2006), “Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications”, The Journal of Applied Corporate Finance, n.18, pp.107-117.

Lo studio evidenzia che la ragione principale per diventare pubblici è la creazione di una valuta, data dalle azioni quotate in borsa, che può essere utilizzata per finanziare acquisizioni. Per altri manager, il prezzo delle azioni fornisce un indicatore immediato della performance di una società e permette di compensare i manager con un adeguato piano di stock option. Inoltre, diventando le informazioni più dettagliate e reperibili, l'impresa è in grado di diversificare le sue fonti di finanziamento e ridurre il costo dell'indebitamento.

1.3 Fasi della procedura.

L'IPO è una delle operazioni finanziarie più complesse e costose effettuate dalle società, che richiede preparazione e notevoli sacrifici economici e finanziari. Per tale ragione, la letteratura definisce il processo di quotazione "time-consuming" (Draho, 2004). Si concretizza attraverso diverse fasi: scelta strategica dell'impresa di andare al pubblico; nulla osta dell'autorità di controllo della borsa sul prospetto informativo e sull'ammissione alla quotazione; nomina dell'intermediario incaricato di promuovere l'IPO e di intrattenere i rapporti tra la società emittente e i potenziali investitori; definizione del numero delle azioni da offrire sia *ex novo* sia quelle già in circolazione e del corrispondente prezzo o un range di riferimento (www.treccani.it). La prima fase è denominata Fase Preliminare e si concretizza in un'attenta indagine, effettuata mediante la predisposizione di uno studio di fattibilità e del piano industriale, per valutare la convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione. I manager presentano al Consiglio di Amministrazione il progetto di quotazione e lo studio di fattibilità. Dopo che il CdA delibera sulla richiesta di ammissione a quotazione della società, si convoca l'Assemblea ordinaria o, se è previsto un aumento di capitale, quella straordinaria. In seguito, vengono nominati lo sponsor, il consulente legale, le banche e la società di revisione che accompagneranno l'emittente nell'intero processo di quotazione (Mazzoleni, 2016). Tale fase si conclude con il *kick-off meeting*, cioè la riunione di lancio dell'operazione in cui il management della società si incontra con tutti i consulenti incaricati e vengono assegnate le rispettive responsabilità e pianificati i tempi della procedura di quotazione. La fase iniziale comincia con il processo di due diligence finanziaria, legale e fiscale finalizzato ad avere una visione completa della realtà aziendale. L'emittente e il *team* di lavoro composto dai consulenti legali, il consulente fiscale, la società di revisione e lo *Sponsor/Responsabile*

del Collocamento redigono il Prospetto Informativo. Esso è il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio ed è redatto secondo le regole richieste dalla Consob in Italia o quelle della SEC (Securities and Exchange Commission) negli Stati Uniti, sulla base dei risultati del processo di *due diligence* e ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e la struttura dell'offerta. La CONSOB o la SEC negli Stati Uniti mirano a fare in modo che gli investitori prestino la massima attenzione ai pericoli connessi con l'acquisto. In tale documento vengono evidenziati chi sono gli azionisti e gli amministratori dell'impresa, le società controllate, gli ultimi bilanci presentati, chi sono gli intermediari che assistono l'impresa nella quotazione, un'analisi dei prodotti/servizi e mercati presidiati, i piani strategici e operativi per il futuro, come verranno offerte le azioni e a che prezzo. La fase iniziale termina con la presentazione alla Consob e Borsa Italiana, della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto Informativo e della domanda di ammissione a quotazione, entrambe corredate dalla bozza del Prospetto Informativo. Inizia così la Fase intermedia che si svolge nel periodo dell'istruttoria condotta da Consob e Borsa Italiana ai fini della richiesta di ammissione a quotazione. Entro due mesi da quando è stata presentata la domanda, Borsa Italiana delibera e comunica all'emittente l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione alla Consob e rendendo pubblica la decisione mediante proprio Avviso. In seguito si ha la pubblicazione e distribuzione del rapporto di ricerca sul titolo degli azionisti. La ricerca rappresenta un fattore molto importante nel determinare l'opinione degli investitori circa il posizionamento e la valutazione della società in quanto fornisce agli analisti gli elementi necessari per esprimere il proprio giudizio. Contiene un'analisi dettagliata dell'azienda e del business, una presentazione della struttura dell'offerta e una descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate. Lo sponsor, costituisce un consorzio di collocamento con altre banche accumulando "dichiarazioni d'interesse" da istituzioni e brokers per

determinare successivamente il numero finale di azioni e la loro allocazione tra gli investitori. Dopo ciò, si svolge l'attività di pre-marketing finalizzata alla raccolta di manifestazioni di interesse all'acquisto delle azioni dell'emittente da parte dei potenziali investitori. Le banche del consorzio di collocamento incontrano i potenziali investitori per presentare l'azienda al fine di formarsi un giudizio su un possibile intervallo di prezzo preliminare per l'IPO. Il processo di quotazione si conclude con la Fase Esecutiva in cui si perfeziona l'offerta e vengono negoziate le azioni in Borsa. In questa fase, si ha il road show, ovvero, una serie di incontri nei maggiori centri finanziari tra il top management e i potenziali investitori durante cui la società presenta se stessa. Il road show ha come obiettivo quello di aumentare l'interesse per la società, influenzando positivamente il prezzo di offerta. Si ha poi il *Book building* che consiste nel raccogliere tutte le richieste degli investitori istituzionali sull'ammontare dei titoli che desiderano acquistare ed il prezzo che intendono offrire. Al termine del *bookbuilding*, sulla base degli ordini raccolti, viene fissato il prezzo e la quantità di offerta del collocamento. Tale meccanismo permette di determinare il prezzo più elevato al quale i titoli possono essere collocati agli investitori istituzionali. La fissazione del prezzo, che rappresenta uno dei passaggi più importanti e delicate per la buona riuscita dell'operazione, avviene normalmente in due fasi:

- 1) L'Assemblea, dopo aver approvato l'aumento di capitale fissa un intervallo preliminare di prezzo sufficientemente ampio da tenere in considerazione eventuali variazioni nelle condizioni di mercato.
- 2) In base ai risultati del bookbuilding si determina il prezzo di collocamento per il lancio dell'OPV(S), nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso, oppure si individua il prezzo massimo, nel caso dell'offerta pubblica a prezzo aperto.

Successivamente, le azioni vengono assegnate al consorzio di collocamento che gestisce l'offerta al pubblico indistinto. Nel primo giorno di negoziazioni ufficiali si determina il prezzo di mercato del titolo che indica il grado di interesse nei confronti dell'azienda. Nei giorni seguenti, ha inizio un periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo, generalmente di 30 giorni, in cui il consorzio si riserva la facoltà di intervenire per sostenerne l'andamento anche attraverso l'utilizzo dell'opzione *greenshoe*, se prevista nella struttura dell'offerta. Tale opzione, che prende il nome dalla prima impresa che ha utilizzato questo meccanismo nel 1963 in sede di IPO, che si chiamava, appunto, *Green Shoe Manufacturing Company* serve per rispondere all'eventuale maggiore domanda da parte degli investitori (Panzarini, 2007). Se, infatti, l'IPO ha successo e quindi il prezzo del titolo tende a crescere al di sopra del prezzo di sottoscrizione, i membri del consorzio di collocamento eserciteranno l'opzione, incrementando il numero di titoli sul mercato al fine di coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'*over allotment*. L'esercizio della *greenshoe* costituisce un'ulteriore modalità di remunerazione dei collocatori, poiché i ricavi dell'operazione dipendono dal numero complessivo di titoli collocati sul mercato. In caso, invece, di scarsa domanda, i collocatori acquisteranno titoli per coprire l'*over allotment* evitando in tal modo eccessivi deprezzamenti. Solitamente, la quantità di azioni riservata alla *greenshoe* non supera il 15% dell'offerta globale. Nell'ambito delle IPO merita una particolare attenzione il ruolo svolto dai consorzi di collocamento. Il Testo Unico della Finanza prevede tre tipi di consorzi che si differenziano in base agli impegni assunti dagli intermediari:

- Di semplice collocamento. Ogni intermediario vende agli investitori una parte dei titoli oggetto dell'offerta con la clausola del *best effort*, ossia senza assumersi alcun impegno sulla completa riuscita dell'operazione, il cui rischio rimane a carico della società stessa. Solamente al termine

del periodo di offerta si può giungere a conoscenza dell'ammontare dei fondi raccolti con il collocamento. In questo caso la remunerazione è legata esclusivamente allo smistamento dei titoli (Lazzari e Geranio, 2003). La struttura di questi consorzi è formata da un intermediario capofila (*lead manager*) e dalle banche collocatrici (*selling group*). Il ricorso a tale tipo di consorzio può essere particolarmente utile a emittenti di titoli a reddito fisso che già abbiano propri titoli del medesimo tipo diffusi tra i risparmiatori ed attivamente negoziati nei mercati di Borsa e che godano di elevato credito;

- Di garanzia. Ogni intermediario sottoscrive l'eventuale quota di titoli rimasti invenduti dopo la chiusura del periodo di offerta. La garanzia di completo classamento dei titoli fornita dal consorzio opera anche in via indiretta generando nel pubblico la convinzione che l'offerta sia valida (Mandelker e Raviv, 1977). La garanzia può essere di due tipi a seconda che si adotti il principio della responsabilità individuale (c.d. metodo à la lyonnaise) o quello della responsabilità solidale (c.d. metodo à la parisienne). Nel caso di responsabilità individuale ciascun membro del consorzio deve acquistare i titoli ricevuti in assegnazione per la distribuzione e rimasti invenduti; quello della responsabilità solidale, invece, cumula l'invenduto e ripartisce l'obbligo di accollo del totale in base alle quote per cui ciascun membro del consorzio si era impegnato a garantire l'acquisto in via residuale. In questo tipo di consorzio, oltre ai tre soggetti già presenti nel consorzio di collocamento semplice si aggiunge il gruppo di sottoscrittori, ossia l'intermediario che si assume l'onere di partecipare all'acquisto dei titoli rimasti invenduti.
- Di assunzione a fermo. I membri del consorzio acquistano l'intero ammontare dei titoli direttamente dall'emittente, ancor prima che la fase distributiva abbia inizio, e si impegnano a collocarli entro una certa data presso il pubblico. Nelle operazioni in cui si fa ricorso ad un consorzio

di questo tipo, l'offerta al pubblico è giuridicamente sempre di vendita e mai di sottoscrizione; anche se i titoli fossero di nuova emissione, al momento dell'acquisto da parte degli investitori essi risultano già sottoscritti dai componenti del consorzio.

Essere un sottoscrittore di successo richiede una muscolatura finanziaria e una considerevole esperienza. La seguente tabella mostra che il business della sottoscrizione di titoli è dominato dalle più importanti banche commerciali e di investimento. Gli operatori stranieri sono pesantemente coinvolti nella sottoscrizione di titoli che sono venduti nel mercato internazionale.

Sottoscrittori	Valore delle emissioni	Numero di emissioni
JPMorgan Chase	\$389	1464
Deutsche Bank	375	1499
Barclays Capital	369	1171
Bank of America Merrill Lynch	327	1304
Citi	309	1138
Morgan Stanley	277	1186
Goldman Sachs	270	815
Credit Suisse	235	980
UBS	225	1008
BNP Paribas	214	803

Figura 2, "Principali gestori delle sottoscrizioni".

Gli importi comprendono il totale delle emissioni di debiti e di azioni. I dati sono in miliardi.

Fonte: Thomson Reuters (2011).

1.4 Vantaggi e costi di una IPO.

Un'impresa nell'intraprendere la scelta strategica di quotarsi in borsa deve valutare opportunatamente i pro e i contro del processo, giungendo a una decisione ponderata. Sono stati realizzati molti studi volti ad indagare gli obiettivi e i benefici che inducono un'impresa a quotarsi (Myers, 1984).

Tra i benefici finanziari la quotazione:

- Offre nuove opportunità di accesso al capitale di rischio con l'obiettivo di ridurre l'indebitamento e conseguentemente il costo del capitale di debito. Il capitale raccolto può risultare utile alle imprese per finanziare nel più breve tempo possibile progetti di crescita sia interni che esterni, per effettuare nuovi investimenti e acquisizioni, creando così valore per gli azionisti.
- Accresce lo standing creditizio nei confronti dei finanziatori e fornitori, consentendo di utilizzare i titoli quotati come garanzia presso istituti di credito sulla base del valore di mercato.
- Consente di essere sempre a conoscenza del valore della società tramite la valutazione di mercato. Questo aspetto può rendere più agevoli eventuali successive offerte sul mercato e operazioni straordinarie di fusione e acquisizione in cui si usano le azioni come forma di pagamento.
- Può costituire un'occasione per ottenere vantaggio da un prezzo favorevole dei titoli sul mercato, sfruttando momenti particolarmente positivi nel ciclo del mercato finanziario.
- Rafforza la visibilità e il prestigio dell'azienda anche a livello internazionale, generando una notevole attenzione da parte dei media, a beneficio dell'immagine della società.

- Conferisce all'impresa un'immagine più chiara e rassicurante di sé. Infatti, per le quotate è prevista maggiore trasparenza informativa tra cui l'obbligo di rendere pubblici alcuni documenti della società e di far revisionare i propri bilanci da enti a ciò preposti, al fine di tutelare l'investitore finale.
- Prevede incentivi fiscali. Ad esempio, in Italia, il D.L. 537/1994 e il D.L. 466/1997 hanno stabilito sgravi fiscali temporanei, per le imprese neo quotate su un mercato borsistico regolamentato.

Per quanto riguarda i costi di una IPO, essi possono essere diretti e indiretti. Quelli diretti, che la società deve sostenere per portare avanti tutte le fasi preliminari e propedeutiche alla quotazione, nonché la quotazione stessa, si dividono in fissi e in variabili. Tra i costi variabili in base alla dimensione dell'offerta vi è il costo del collocamento dei titoli effettuato dalla banca intermediaria. Viene calcolato in percentuale sul capitale raccolto, di norma dal 3% al 6% a seconda della dimensione e del profilo di rischio dell'operazione, sono simili su tutti i mercati e all'aumentare dell'offerta aumenta anche il loro peso rispetto ai costi fissi. Questo costo prende il nome di spread ed indica la differenza fra il prezzo a cui la banca intermediaria acquista un'azione dall'emittente e quello a cui viene rivenduta al pubblico. Tuttavia, Chen e Ritter (2000) affermano che quasi tutte le IPO di importo compreso tra \$ 20 e \$ 80 milioni lo spread è stato esattamente pari al 7%. Essi sostengono che questo spread costante potrebbe indicare un mercato non concorrenziale dei sottoscrittori e che le autorità competenti dovrebbero verificare se lo spread fisso costituisca una prova di un prezzo prefissato. Hansen (2001), al contrario non condivide l'ipotesi che il mercato non sia concorrenziale, dimostrando che la redditività di uno spread del 7% non sia anomala, bensì tipica di un mercato efficiente e competitivo. Esistono evidenze empiriche che sottolineano una

differenza tra Europa e Stati Uniti relativamente agli spread richiesti dai sottoscrittori di una IPO. Per esempio, la tabella seguente riporta alcuni dati su questi spread in riferimento ai mercati di New York e Londra.

	Numero di emissioni	Spread medio, %
NYSE	74	6.5
NASDAQ	192	7.0
London Stock Exchange	28	3.3
AIM	43	3.5

Figura 3, “Confronto fra gli spread richiesti dai sottoscrittori IPO effettuate su diversi mercati domestici”.

Fonte: Correia da Silva L. et al. (2006), “The Cost of Raising Capital: An International Comparison”, Oxera.

I costi fissi, invece, si sostengono per l’attività di due-diligence; sono negoziabili, dipendono dalla complessità aziendale e, nel concreto, rappresentano la remunerazione dei consulenti (Sponsor, consulenti legali, revisori) che supportano la società nel processo di quotazione. Nel dettaglio tali costi sono legati all’ attività di verifica e produzione documentale in merito alle aree contabile, legale e fiscale della società. A differenza del finanziamento bancario, i costi fissi di quotazione si sostengono una volta sola e permettono l’accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente.

I costi indiretti sono invece di tre tipi e riguardano le spese da sostenere in seguito alla quotazione relative a nuovi servizi da offrire ai soci, rischi di perdita di competitività e di moral hazard riguardanti i manager:

- 1) La necessità di mantenere relazioni stabili e trasparenti con gli investitori. Una società quotata deve mantenere un flusso ininterrotto di documenti da divulgare al pubblico, come bilanci annuali e semestrali, ma anche comunicazioni ufficiali e documenti che bisogna rendere sempre accessibili ai soci. Sui siti delle società sono spesso

disponibili intere sezioni dedicate, consultabili anche da chi non è socio. La produzione di tali documenti e informazioni richiede costi legati al personale organizzativo e di mantenimento come pubblicazione e archiviazione;

- 2) La perdita di vantaggio competitivo per trasparenza nei confronti dei competitor. Ad una società quotata è richiesta trasparenza nelle relazioni con gli investitori e ciò fa sì che vengano rese pubbliche informazioni riservate sul core business della società, sui clienti e i fornitori. Queste informazioni sono spesso racchiuse nelle Relazioni Annuali o nelle Note Integrative che spiegano dettagliatamente le operazioni dell'impresa e i rischi a cui è esposta. Ciò può tradursi in un costo legato alla perdita del vantaggio competitivo, perché i *competitor* avranno facile accesso a dati e pratiche prima sconosciute;
- 3) Possibili disincentivi a centrare obiettivi di lungo periodo. L'attenzione del management potrebbe spostarsi su obiettivi come la crescita dei ricavi e profitti nel breve termine, allo scopo di mantenere visibilità nel mercato di riferimento, ma a discapito di investimenti più onerosi che servano ad ampliare l'azienda nel lungo periodo. Si mina in tal modo la strategia aziendale della società, perdendo importanti opportunità per la stessa e per gli stakeholder, a favore di speculatori a breve termine o di vantaggi personali degli amministratori. Ciò, è a tutti gli effetti un rischio di moral hazard riguardante i manager poiché essi rischiano di focalizzare l'attenzione sul non perdere credibilità nel breve periodo vendendo rami importanti del gruppo o avventurandosi in settori troppo rischiosi, ma che godono di particolare visibilità;

I costi di quotazione devono essere considerati come investimenti necessari per accrescere la forza competitiva e sostenere al meglio le sfide dei mercati internazionali.

1.5 Problema dell'underpricing nelle quotazioni in Borsa.

L'underpricing è il più gravoso costo indiretto in un'IPO. È definito come la differenza positiva, che si registra tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione del titolo ed il prezzo a cui lo stesso è stato invece offerto in prima istanza agli investitori nel mercato primario (Fazioli, 2013). È stato dimostrato da dati empirici che gli strumenti finanziari oggetto di prima emissione sono sotto-prezzati considerevolmente, se si paragona il valore a cui vengono successivamente negoziati sui mercati regolamentati. Tale fenomeno rappresenta un costo rilevante per l'impresa, in quanto se il titolo fosse prezzato correttamente la società avrebbe potuto raccogliere fondi maggiori. Per misurare l'entità dell'underpricing, una misura comunemente utilizzata è il "first day return", ossia la variazione del prezzo del titolo alla fine del primo giorno di contrattazione. Le imprese possono decidere consapevolmente di offrire agli investitori i titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare il pubblico ad aderire all'offerta, per favorire la massima diffusione dei titoli, oppure a causa dell'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione. Possono anche verificarsi, ma molto più raramente, processi di quotazione in cui si registra una differenza negativa : in tal caso non si parla di *Underpricing*, ma di *Overpricing*, ove, il prezzo di primo collocamento del titolo presso gli investitori è superiore al prezzo che si forma. Ma tornando all'underpricing, esso sembra contrastare con la teoria secondo cui in un mercato perfetto ed efficiente, le imprese non dovrebbero essere propense a "leave money on the table". Uno dei primi studiosi a documentare in maniera sistematica il fenomeno dell'*underpricing* è stato Ibboston (1975), il quale ha rilevato un *underpricing* medio dell'11,4% per le IPO condotte negli anni '60 negli Stati Uniti. Gli economisti hanno dato vita ad un'ampia letteratura teorica e empirica, nel tentativo di spiegare il motivo per cui le società decidano di

quotarsi ad un prezzo più basso di quello che rifletterebbe il reale valore dei loro titoli. Quasi tutti i modelli teorici si fondano sull'ipotesi dell'esistenza di asimmetrie informative fra i diversi partecipanti all'operazione (l'impresa, la banca d'investimento, gli investitori esterni). È possibile, tuttavia, distinguere fra modelli in cui l'*underpricing* è una strategia volontariamente perseguita dall'emittente, e i modelli in cui l'*underpricing* è causato dalle relazioni contrattuali fra società e intermediario finanziario. Tra le teorie che si basano sul comportamento dell'emittente e sui rapporti con gli investitori esterni si individuano i seguenti studiosi:

- Rock (1986) sostiene che vi siano degli investitori meglio informati di altri riguardo le prospettive future e la qualità dell'impresa emittente. Quando queste due categorie di investitori si trovano in competizione fra di loro nell'adesione all'offerta, gli investitori meno informati devono affrontare un problema di selezione avversa. Si tratta della cd. *winner's curse hypothesis*, secondo cui se il prezzo di offerta dei titoli è inferiore al valore atteso, gli investitori meno informati saranno sistematicamente razionati, mentre nel caso contrario gli investitori meno informati otterranno tutte le azioni richieste. Gli investitori non informati saranno in grado di acquistare tutte le azioni che desiderano in un'IPO solo quando i titoli saranno prezzati correttamente, ossia in modo a loro sfavorevole con un rendimento atteso negativo. Gli investitori non informati anticipano questo rischio, costringendo l'emittente a trovare un incentivo per convincerli ad aderire all'offerta che si concretizza nella fissazione di un prezzo di collocamento più basso del valore atteso delle azioni, che darà luogo all'*underpricing*.
- Beatty e Ritter (1986) utilizzano il modello di Rock (1986) per mostrare come possa esistere una relazione diretta fra il fenomeno dell'*underpricing* e il grado di incertezza sul valore dell'azienda:

maggiore è quest'ultimo, maggiore sarà il numero di investitori disposti a investire in informazioni prima di aderire all'offerta, rendendo ancora più grave e rischioso il problema di selezione avversa messo in luce da Rock per gli investitori che scelgono di rimanere non informati. Il maggiore rischio dovrà essere compensato da un rendimento atteso più elevato ottenuto attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso.

- Allen e Faulhaber (1989) partono dal presupposto che le società possiedano informazioni, riguardo la qualità dei loro progetti d'investimento, non accessibili agli investitori esterni. Nella pratica si verifica che, gli emittenti con titoli qualitativamente al di sotto della media, saranno incentivati ad offrire i propri titoli sul mercato, ad un prezzo superiore a quello del valore potenziale, sfruttando la propria posizione di vantaggio informativo rispetto agli investitori che, per i mezzi limitati a loro disposizione, non sono in grado di accertarsi della qualità dei titoli offerti. D'altro canto, gli investitori incentiveranno l'incremento di titoli di qualità inferiore, poiché, proprio per il loro inferiore livello informativo, saranno disposti a pagare un prezzo che risulti essere quello che loro reputano attribuibile ad un titolo di qualità media. Gli emittenti di titoli superiori al livello medio tentano di segnalare loro "qualità superiore" attraverso la fissazione di un prezzo di collocamento più basso, generando *underpricing*. Infatti, questa strategia serve a segnalare la qualità dell'impresa poiché solo le imprese "buone" possono recuperare il "costo" dell'*underpricing* attraverso collocamenti successivi a prezzi più favorevoli. Inoltre, nel modello di Allen e Faulhaber, l'incertezza sulla qualità dell'impresa non si risolve quando avviene il secondo collocamento dopo l'IPO, ma perdura fino alla sua liquidazione. Tuttavia, durante il secondo collocamento, le imprese di elevata qualità avranno maggiori probabilità di essere valutate dagli investitori come imprese "buone". Se ne deduce che le IPO vengono

deliberatamente sottoprezzate per consentire successivi collocamenti a prezzi più favorevoli (cd. "*leave a good taste*" hypothesis). Inoltre, Allen e Faulhaber argomentano che il loro modello risulta essere in linea con i risultati di Ibboston e Jaffe (1975) e di Ritter (1984), che documentano il verificarsi delle IPO con forti *underpricing* in specifici periodi temporali e settori (si tratta del cd. "*hot issue markets*"). Infatti, essi ritengono che *shocks* esogeni nel livello dei profitti attesi in alcuni settori industriali generano un equilibrio di separazione dove le imprese "buone" si quotano segnalando la loro qualità con consistenti *underpricing*.

- Altre teorie che spiegano l'underpricing riguardano il caso in cui sono gli investitori ad essere più informati degli emittenti. Gli investitori potrebbero disporre di informazioni, positive o negative, che riguardano ad esempio il contesto istituzionale o concorrenziale in cui opera la società, e non renderle pubbliche, o viceversa, potrebbero beneficiarne sotto forma di un prezzo di offerta del titolo inferiore. L'underpricing potrebbe verificarsi anche quando l'emittente non conosce la disponibilità a pagare degli investitori e, di conseguenza, fissa un prezzo di offerta inferiore rispetto al valore del titolo per evitare perdite di benessere derivanti dalla mancata sottoscrizione di una parte dei titoli. Prezzare un titolo anche di poco superiore alla generale disponibilità a pagare può causare, infatti, una cosiddetta "cascata informativa" (Welch, 1992). Gli emittenti per evitare questa esternalità negativa ricorrono allo strumento del *bookbuilding*, in cui viene fissato un range di prezzo per la sottoscrizione del titolo e, successivamente, vengono raccolte informazioni riguardo le possibilità di collocamento del titolo a seconda dei possibili prezzi di offerta all'interno di quel range. In questo modo, la società emittente può conoscere il gradimento degli investitori, riducendo l'asimmetria informativa esistente. Gli investitori richiedono

però un compenso per rivelare le loro preferenze e di conseguenza, deve essere fissata la combinazione di prezzo di offerta/underpricing adeguata. Il compenso ceduto agli investitori per indurli a rivelare informazioni positive deve essere superiore rispetto a quello ceduto per rivelare informazioni negative. Ciò implica che quando il prezzo di offerta viene aumentato in seguito alla tecnica del bookbuilding, l'informazione che ne deriva è che l'underpricing risulta essere maggiore di quando il prezzo viene diminuito. Questo effetto viene esposto nella ipotesi del *market feedback* (Ritter, 1998), una cui interessante implicazione risulta essere la presenza di curve di domanda inclinate positivamente. Quando, infatti, il prezzo di offerta viene aggiustato in aumento a seguito di nuove informazioni, gli investitori percepiranno che il grado di underpricing dell'IPO sarà aumentato e, di conseguenza, saranno spinti ad incrementare la loro domanda di titoli.

- Welch (1989) ha elaborato un modello per molti versi simile a quello di Allen e Faulhaber. Egli sostiene, tuttavia, che vi sono dei costi diretti, diversi dall'*underpricing*, che le imprese di bassa qualità devono sostenere per imitare quelle di qualità elevata e che, a differenza di Allen e Faulhaber, la qualità dell'impresa possa essere rivelata con certezza nel periodo fra l'IPO e l'offerta successiva. Se una società di bassa qualità può essere facilmente individuata come tale prima del secondo collocamento, allora l'impresa non sarà incentivata a sostenere i costi per imitare le imprese di qualità. Inoltre, quando le aziende "buone" segnalano la loro qualità attraverso l'*underpricing*, i costi di imitazione per le imprese "cattive" diventano ancora più alti e ciò costringe quest'ultime a dichiararsi tali. Le imprese "buone", d'altra parte, minimizzeranno i costi di *underpricing* sostenendo solo quelli necessari per indurre un equilibrio di separazione, e sfruttando poi nell'offerta successiva all'IPO il fatto di essersi credibilmente segnalate come

imprese "buone", spuntando condizioni migliori, in termini di prezzo dei titoli collocati. Ciò implica che le imprese buone collochino in fase di IPO solo una parte ridotta della quota dell'impresa e tornino successivamente sul mercato per vendere quote più consistenti a prezzi più favorevoli.

Sono state poi formulate altre spiegazioni basate sulla relazione fra emittente e banca d'investimento:

- Baron e Holmstrom (1980) mostrano il conflitto d'interesse esistente fra emittente e *underwriter*. Infatti, quest'ultimo ha interesse a fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre i costi e l'impegno nella fase di *marketing* e di distribuzione dei titoli, al contrario l'emittente vuole massimizzare i ricavi del collocamento cercando di determinare un prezzo di emissione il più alto possibile. Essi, sottolineano, tuttavia, che tale problema di agenzia possa essere attenuato grazie a un elevato grado di concorrenza nel settore delle banche d'investimento e propongono una schematizzazione dei rapporti contrattuali fra emittente e banca d'investimento, che si fonda su una struttura che tiene in considerazione il prezzo di collocamento. Nel modello di Baron (1982), l'*underwriter* possiede informazioni sulla domanda potenziale e sul mercato dei collocamenti alle quali l'emittente non ha accesso; inoltre, l'emittente non ha la possibilità di controllare l'impegno dell'*underwriter* nell'attività di *marketing* e distribuzione delle azioni. In questo contesto di asimmetrie informative e azzardo morale, Baron stipula il contratto ottimale fra emittente e *underwriter*, secondo cui spetta a quest'ultimo scegliere il prezzo d'offerta in base alle informazioni sullo stato del mercato. L'incentivo appropriato necessario per risolvere il problema di *agency* fra emittente e intermediario fa sì che il prezzo d'offerta ottimale sia diverso dalla soluzione di *first best* che si otterrebbe in assenza di

asimmetrie informative e scarsa osservabilità dell'impegno dell'*underwriter*.

- Secondo Shiller (1990), l'*underpricing* delle IPO è generato dalla banca d'investimento che cura il collocamento per creare l'apparenza di un eccesso di domanda.

I ricercatori hanno evidenziato che gli investitori che acquistano al prezzo di emissione realizzano in media rendimenti molto elevati nelle settimane successive. Per esempio, in uno studio condotto su circa 12.000 IPO statunitensi realizzate tra il 1960 e il 2008 è stato rilevato un *underpricing* medio pari al 16,9%¹. La figura seguente mostra che gli Stati Uniti non sono l'unico paese in cui le IPO sono caratterizzate dal fenomeno dell'*underpricing*. In Cina, i guadagni da sottoscrizione delle IPO sono stati pari in media al 137%. Infatti, molte banche di investimento e investitori istituzionali sostengono che l'*underpricing* sia negli interessi della stessa società emittente. Ritengono che un basso prezzo di emissione nella prima offerta di titoli faccia aumentare il prezzo quando l'azione è successivamente trattata sul mercato e aumenti la capacità dell'impresa di raccogliere ulteriore capitale di rischio.

¹ Questa cifra scaturisce da una media ponderata dei rendimenti ottenuti il primo giorno di contrattazione ed è calcolata a partire dai dati disponibili su bear.warrington.ufl.edu/ritter. Vi sono evidenze empiriche che questi guadagni iniziali non vengano mantenuti e che nei cinque anni successivi le azioni abbiano una performance inferiore al mercato.

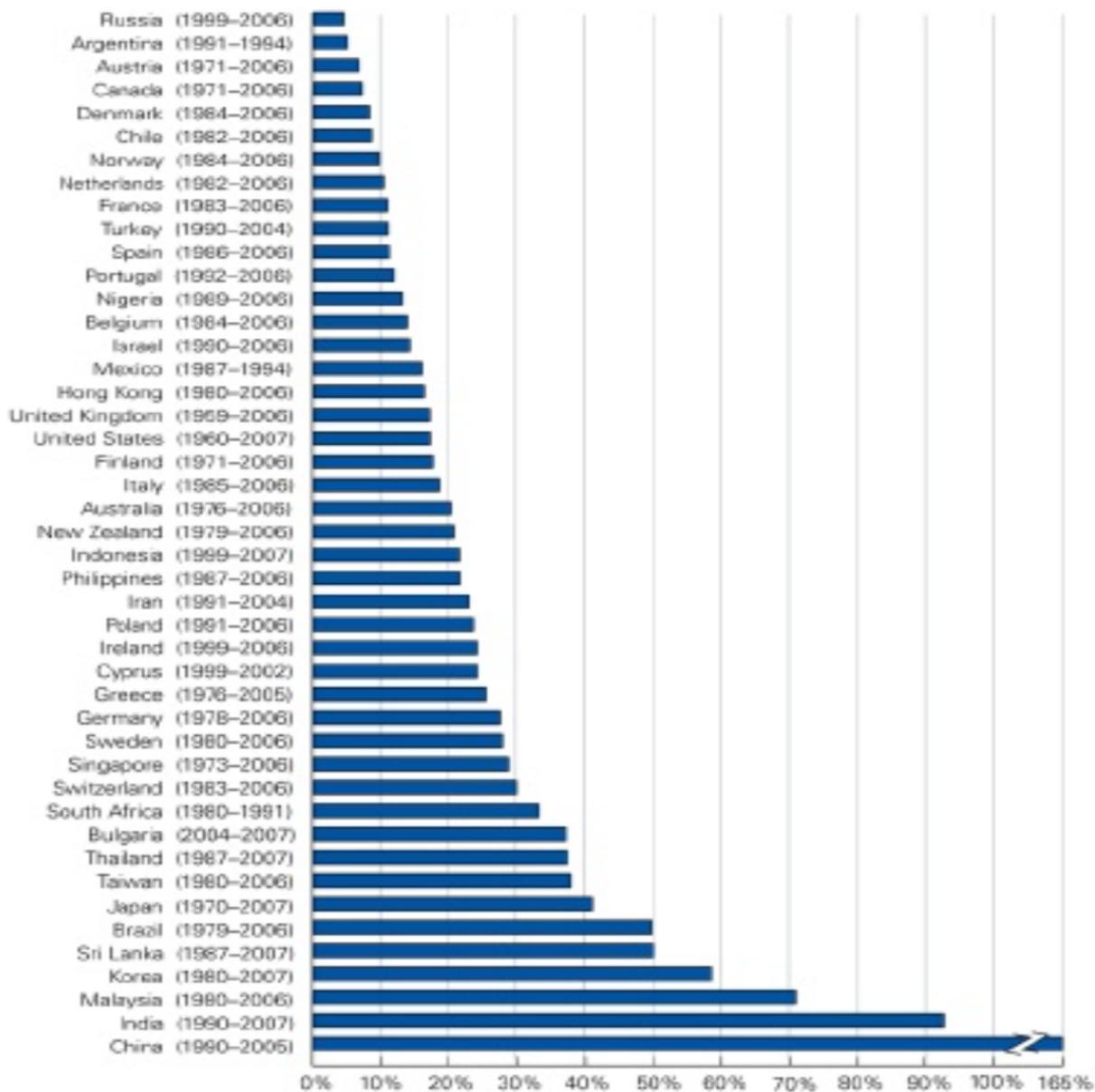


Figura 4, “Rendimenti medi iniziali ottenuti dalle sottoscrizioni delle IPO in diversi paesi”.

Fonte: Loughran T., Ritter J.R e Rydqvist K. (1995), “Initial Public Offerings: International Insights”, Pacific-Basin finance Journal, n.3, pp. 139-140.

Il grado di underpricing (μ), può essere espresso come il rapporto tra il prezzo del titolo j alla fine del primo giorno di negoziazione e il prezzo di offerta.

$$(1.0)\mu = P_{1j} / P_{io}$$

Per calcolare la media del grado di underpricing di n IPO si ricorre alla formula:

$$(1.1)\mu = 1/n \sum P_{1j} / P_{io}$$

Inoltre, per trovare la media dell'underpricing in un'IPO, aggiustata in conseguenza dell'andamento generale del mercato si usa la formula:

$$(1.2)MA\mu = 1/n \sum M\mu \text{ dove:}$$

$$(1.3)M\mu = (P_{1j} / P_{io} - P_{1m} / P_{0m})$$

Nella formula precedente gli ultimi due fattori rappresentano rispettivamente il prezzo di chiusura dell'indice di mercato nel primo giorno di negoziazione delle nuove azioni e il secondo rappresenta il prezzo di apertura nello stesso indice lo stesso giorno (Mok e Hui, 1998).

1.6 Conclusioni.

Il capitolo ha trattato le caratteristiche fondamentali e gli aspetti relativi alle Initial Public Offering, ponendo l'attenzione sulle motivazioni che inducono i manager ad adottare la decisione di quotarsi in borsa. Sono state descritte le 5 fasi del processo di un'IPO, i soggetti e gli intermediari coinvolti. Si è evidenziato come si tratti di un'operazione lunga e complessa non sempre conveniente alle imprese. Una società che intraprende la strada del going public deve infatti sostenere una serie di costi, suddivisi in fissi e variabili e in diretti e indiretti. Si è focalizzata l'attenzione, in particolare, sul costo indiretto più rilevante che risulta essere l'underpricing, definito come la differenza positiva, che si registra tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione del titolo sul mercato e il prezzo a cui lo stesso è stato invece offerto in prima istanza agli investitori nel mercato primario. Sono stati esposti i principali modelli teorici e il risultato degli studi accademici che ne spiegano l'esistenza e gli effetti, con particolare attenzione ai modelli che collegano il sottoprezzo azionario alle asimmetrie informative. In buona sostanza si deduce che la tradizionale IPO è altamente costosa poiché le società si trovano a dover versare onerose commissioni alle banche d'investimenti al fine di essere sostenute nella fase di promozione della vendita delle proprie azioni agli investitori e a stabilirne il prezzo. Da sottolineare però come negli ultimi anni si è altresì diffusa una modalità di quotazione molto meno costosa, utilizzata in alternativa alla classica IPO che prende il nome di Direct Listing di cui si discuterà diffusamente nel capitolo 2. Nel Direct Listing è l'azienda stessa a gestire il processo di quotazione in modo diretto appunto, senza l'impiego dei servizi degli intermediari finanziari come le banche di investimento e senza compiere il roadshow per raccogliere l'impegno dagli azionisti potenziali, mancando anche di definire un prezzo di debutto dell'azione. Gli azionisti esistenti vendono così le proprie azioni direttamente ai nuovi investitori. Ciò significa

che non ne viene predefinito l'ammontare di quanto si desidera raccogliere ma si opera in modo diretto confidando in un elevato appetito del mercato nei confronti delle azioni che verranno messe a disposizione. Ciò a significare che nel momento in cui Spotify manifesta la volontà di raccogliere un miliardo di dollari è indubbiamente un auspicio, certamente basato su precisi parametri di valutazione, ma non è comunque un obiettivo pre-definito al pari di una IPO classica. Nel terzo capitolo si analizzerà nel dettaglio il caso Spotify del 3 Aprile 2018 che scelse di quotarsi a Wall Street con la formula del Direct Listing.

CAPITOLO 2 : Direct listing

2.1 Introduzione.

Nel capitolo verrà definito il processo del Direct listing che rappresenta un modo unico e innovativo, sviluppatosi solo da pochi anni, per accedere ai mercati pubblici con costi ridotti e più velocemente rispetto alla tradizionale IPO. In seguito si discuteranno i requisiti che devono possedere le società per accedere a questo tipo di quotazione, le varie fasi della procedura e i nuovi soggetti coinvolti, i vantaggi e i rischi che ne derivano, facendo anche gli opportuni confronti con le IPO. A seguito del successo riscosso dalla quotazione tramite Direct listing di Spotify nell'aprile 2018, e dell'applicazione di messaggistica Slack nel 2019, il Direct listing è diventato uno strumento meritevole di considerazione da parte di un maggior numero di imprese. Il Direct listing offre, oltre a tutti i classici vantaggi di una IPO, maggiore liquidità e flessibilità a fondatori, investitori iniziali, dipendenti ed altri azionisti. Le aziende che vogliono fare una quotazione pubblica potrebbero non avere le risorse per pagare i sottoscrittori, potrebbero non voler diluire le azioni esistenti creandone di nuove o potrebbero voler evitare accordi di blocco. Le aziende che presentano tali criticità, spesso scelgono di procedere utilizzando il processo di quotazione diretta, piuttosto che una IPO. Infatti il Direct listing non richiede l'ausilio di intermediari o sottoscrittori e non prevede un aumento di capitale al momento della quotazione. In questo caso, le azioni già in circolazione di una società privata vengono quotate in una borsa valori come il NYSE o il Nasdaq, senza un'offerta di sottoscrizione primaria o secondaria e gli azionisti esistenti come dipendenti e investitori nella fase iniziale, sono liberi di vendere le loro azioni in borsa monetizzando così i propri titoli sin dal primo giorno. Le società che perseguono una quotazione diretta non raccolgono capitali attraverso la quotazione, potendo così scegliere di

separare la raccolta di capitali dal diventare una società pubblica. Solitamente le società che adottano il Direct listing sono ben capitalizzate e non hanno la necessità di raccogliere nuovo capitale, ma ne hanno già raccolto in misura significativa nei mercati privati. Un elenco diretto offre tutti i vantaggi della vita di un'azienda quotata in borsa, tra cui la piena liquidità dei mercati pubblici, una valuta condivisa da utilizzare per le fusioni e acquisizioni per far crescere ed espandere il business, nessun periodo di blocco, liquidità immediata per gli investitori e la credibilità e la visibilità di una quotazione pubblica. Gli elenchi diretti consentono inoltre alla società di essere valutata in modo equo dai mercati pubblici, piuttosto che stabilire un prezzo basato sugli interessi degli investitori durante un roadshow. A differenza del prezzo di una IPO che è determinato dai sottoscrittori insieme alla società misurando l'interesse degli investitori durante il roadshow, nella quotazione diretta il prezzo di riferimento è invece fissato dal NYSE e basato su molti fattori, tra cui valutazioni private e negoziazione sostenuta nei mercati privati. Nel direct listing il prezzo di riferimento è semplicemente un punto di partenza per il processo di rilevazione del prezzo. Infatti, durante il primo giorno si ha un ampio processo di rilevazione dei prezzi con un Market maker designato che determina il prezzo di apertura in base agli ordini di acquisto e vendita in consultazione con il consulente finanziario dell'azienda, utilizzando appunto il prezzo di riferimento come punto di partenza e servendosi di una tecnologia sofisticata, per garantire un trading regolare e una minore volatilità. Il NYSE è l'unico mercato di scambio che ha lanciato un elenco diretto e sta attualmente lavorando a stretto contatto con la SEC, autorità di regolamentazione e con gli emittenti per espanderne l'accessibilità al fine di sviluppare ulteriormente questo approccio. Il NYSE, ad oggi, ritiene che le aziende abbiano bisogno di maggiore flessibilità e trasparenza per soddisfare le esigenze in evoluzione dei clienti e le richieste del mercato e che il "going public" sia una soluzione estremamente efficace per queste sfide, ma che una IPO non è più l'unico

percorso a disposizione di una società per aprirsi al pubblico. Per tale motivo il NYSE ha elaborato il Direct listing.

2.2 Definizione e requisiti.

Il Direct listing rappresenta un modo per le società di quotarsi pubblicamente in alternativa a un'offerta pubblica iniziale (IPO). Le operazioni appena citate sono simili in quanto sono entrambe modi attraverso cui un'azienda precedentemente privata può diventare pubblica e iniziare a vendere azioni sul mercato aperto.

Il Direct listing si differenzia dalla più tradizionale IPO per numerosi aspetti, ma il più importante riguarda l'assenza di sottoscrittori, seguito poi dal fatto che non viene raccolto nuovo capitale e che infine non vengono vendute nuove azioni (Coffee, 2018). Poiché un elenco diretto non mira a raccogliere capitali, esso è distinguibile anche da altre forme di offerte senza sottoscrittore, come le offerte pubbliche dirette (DPO) e le IPO delle aste olandesi (Oh, 2007). Un errore talvolta commesso è che la "quotazione diretta" viene utilizzata per fare riferimento al "Cross listing" di titoli esteri (Licht, 2000). In una quotazione diretta non esiste un'offerta sottoscritta e le banche di investimento non agiscono come *underwriters* per aiutare la società a vendere le azioni, ma sono assunte con il ruolo di consulenti finanziari.

Secondo Horton (2019), una banca di investimento che funge da consulente finanziario è meno motivata ad essere un "gatekeeper" efficace, cioè a gestire la sicurezza degli investitori poiché ha in gioco meno capitale reputazionale ed è meno legata finanziariamente al successo della quotazione diretta.

Tuttavia, la rinuncia alla rete di sicurezza di un sottoscrittore determina costi minori e maggiore rapidità nel processo di quotazione rispetto a una IPO.

Inoltre quando una società diventa pubblica tramite una IPO, vengono imposte restrizioni circa i soggetti autorizzati a partecipare poiché i sottoscrittori

distribuiscono azioni soltanto ad intermediari selezionati. Ciò, può rendere difficile l'accesso alle IPO a tutti gli investitori.

Tramite il Direct Listing invece, tutti possono accedere e commerciare le azioni quotate sul mercato. La disponibilità di azioni dipende dai primi investitori e dal numero di azioni che questi scelgono di quotare, mentre il prezzo delle azioni di apertura, è completamente soggetto alla domanda del mercato e alle potenziali oscillazioni del mercato, non essendo presenti attività di stabilizzazione dei prezzi. Quindi in una quotazione diretta non sono disponibili un numero predeterminato di azioni e prezzi iniziali. Ciò rende il Direct listing una strada potenzialmente più rischiosa rispetto a una IPO in quanto potrebbero esserci più volatilità e oscillazioni del mercato. Tuttavia, come riportato da Sisario e Phillips (2018), Spotify, quotata nell'aprile 2018, ha registrato una volatilità relativamente bassa il primo giorno di negoziazione su un elevato volume di azioni rispetto ad altre grandi IPO di tecnologia dell'ultimo decennio. Spotify ha aperto a \$ 165,90 per azione e ha chiuso il primo giorno di negoziazione a \$ 149,01 per azione con una volatilità intraday soltanto del 12,3%. Inoltre, il volume degli scambi di Spotify nel primo giorno di negoziazione era il 17% delle azioni in circolazione.

Si sono così ridotte le preoccupazioni relative alla nuova struttura dei prezzi, alla possibile elevata volatilità e al basso volume di scambi nell'apertura delle negoziazioni. Da considerare anche che in una quotazione diretta non è possibile raccogliere nuovo capitale esterno tramite l'emissione di nuove azioni come accade in una IPO, ma le azioni già in circolazione, possedute ad esempio da investitori o da dipendenti, sono quotate in borsa senza un'offerta di sottoscrizione primaria o secondaria. Una volta quotate le azioni, queste sono acquistate dal pubblico in generale a prezzi di mercato e gli investitori esistenti possono incassare il ricavato della vendita in qualsiasi momento senza il periodo di "blocco" delle IPO tradizionali. Una quotazione diretta è un'opzione per le società private che non hanno un bisogno immediato di raccogliere

capitali e desiderano fornire liquidità agli azionisti esistenti, ma al contempo devono possedere azioni sufficienti per mantenere un mercato liquido, essere mature e sufficientemente note per guadagnare copertura sulla ricerca azionaria dopo la loro quotazione (Dean, 2018). I miglior candidati per il Direct listing sono quindi i cd. “Unicorni tecnologici” così definiti da Fan (2018), ovvero società private con una valutazione superiore a \$ 1 miliardo, denominate così a causa della loro rarità. In futuro, i candidati per la quotazione diretta sono Airbnb, Pinterest e Uber. Se si considerano le loro valutazioni (rispettivamente \$ 31 miliardi, \$ 12,3 miliardi e \$ 62,5 miliardi), è chiaro che gli investitori implicheranno miliardi di dollari (Sorkin, 2017). Nel momento in cui una società diventa pubblica attraverso una quotazione diretta, può comunque raccogliere capitali in seguito a condizioni favorevoli, al contrario delle aziende che diventano pubbliche tramite IPO che spesso lasciano il capitale sul tavolo, soffrendo in media di una sottovalutazione del venti per cento (Kecskés, 2018). D'altra parte, quando le imprese i cui titoli sono già negoziati pubblicamente raccolgono capitali, la loro sottovalutazione cioè il cd. “underpricing” è sostanzialmente trascurabile. Inoltre, una volta che le azioni della società vengono quotate in borsa, queste possono essere riacquistate, in borsa, al prezzo di mercato, senza che siano negoziate privatamente con gli investitori (Levine, 2018). I vantaggi di un riacquisto di azioni da parte di un'impresa ricca di liquidità sono ben documentati (Ok-Rial-Song, 2002).

A differenza di una IPO che emette azioni IPO pre-mercato, in una quotazione diretta si inizia semplicemente a negoziare in borsa all'apertura del mercato, con azioni detenute privatamente da investitori esistenti. Ciò consente alle società che diventano pubbliche tramite un Direct listing di non diluire il valore delle azioni sul mercato e offre ai primi investitori un modo di vendere le loro azioni più rapidamente rispetto al processo di IPO, ove esiste un tipico periodo di "blocco", poiché il nuovo capitale è raccolto prima che le azioni esistenti possano essere vendute.

Il NYSE prevede specifici standard di quotazione applicabili alle quotazioni dirette delle società statunitensi (Bannister e Holmes, 2019):

- il valore di mercato delle azioni detenute pubblicamente della società che intende procedere al Direct listing, ovvero detenute da persone diverse da amministratori, funzionari e presunte affiliate, deve essere di almeno \$ 250 milioni e deve risultare da una recente valutazione effettuata da una terza parte indipendente (Regola 102.01A (E));
- la società che intende quotarsi è tenuta a soddisfare uno dei seguenti standard finanziari:
 - 1) ciascun reddito ante imposte rettificato aggregato negli ultimi tre anni fiscali superiore a \$ 10 milioni con almeno \$ 2 milioni in ciascuno degli ultimi due esercizi fiscali e reddito positivo in ognuno degli ultimi tre anni fiscali (il "Test degli utili del NYSE");
 - 2) capitalizzazione di mercato globale di \$ 200 milioni (il "Test di capitalizzazione di mercato globale");
- la società che intende quotarsi deve soddisfare i seguenti standard di distribuzione:
 - 1) 400 azionisti di lotti;
 - 2) 1,1 milioni di azioni detenute pubblicamente;
 - 3) prezzo di riferimento iniziale minimo di \$ 4,00;
- per quanto riguarda l'impegno del consulente finanziario, qualsiasi valutazione utilizzata in connessione con una quotazione diretta deve essere fornita da un ente con esperienza significativa e competenza dimostrabile nella fornitura di tali valutazioni (Regola 102.01A (E)). Un agente di valutazione non sarà considerato indipendente se, nel momento in cui fornisce tale valutazione (Regola 102.01A(E)):
 - 1) possiede nell'aggregato, alla data della valutazione, oltre il 5% della classe di titoli da elencare, incluso qualsiasi diritto a ricevere tali titoli esercitabile entro 60 giorni;

- 2) ha fornito servizi di investimento bancario al richiedente la quotazione nei 12 mesi precedenti la data della valutazione. Ai fini della presente disposizione, i “servizi di investment banking” comprendono, a titolo esemplificativo, agire come consulente finanziario in una fusione o acquisizione; fornire capitale di rischio, linee di credito azionarie, PIPE (investimenti privati, transazioni di capitale pubblico) o investimenti simili; fungere da agente di collocamento per l’emittente;
- 3) è stato incaricato di fornire servizi di investimento bancario al richiedente la quotazione in relazione alla quotazione proposta o a qualsiasi finanziamento correlato o altre transazioni correlate.

Al soddisfacimento dei requisiti di cui sopra, la borsa presenta generalmente una certificazione presso la SEC in cui conferma che i suoi requisiti sono stati soddisfatti dalla società che intende quotarsi. Dopo tale deposito, la SEC procede alla revisione della stessa e in caso di esito positivo la dichiarazione di registrazione della società viene dichiarata effettiva dalla SEC. In tal modo, la società diventa soggetta ai requisiti di governance dello scambio e ai requisiti di segnalazione ai sensi della legge sugli scambi. La società può quindi stabilire il giorno in cui il suo capitale inizierà a essere negoziato, che potrebbe coincidere con lo stesso giorno in cui la SEC dichiara effettiva la dichiarazione di registrazione, assumendo il market maker, e nominato il consulente finanziario dalla società, essa sarà in grado di determinare un prezzo di riferimento iniziale. In conclusione, le quotazioni dirette fino ad oggi hanno presentato due carenze significative, ovvero, non hanno consentito alle società di raccogliere capitali e hanno richiesto 400 titolari di azioni ordinarie prima della quotazione (solo un piccolo numero di grandi società private può soddisfare questo requisito). Il 20 dicembre 2019 il NYSE ha presentato così

una proposta di modifica della regola SR-NYSE-2019-67 ², che amplierebbe l'accessibilità degli elenchi diretti a più società con la SEC e consentirebbe alle società un aumento di capitale facoltativo. Tale modifica potrebbe rendere il percorso di quotazione diretta più attraente per gli emittenti che necessitano di raccogliere capitali.

Una società può qualificarsi per un elenco diretto con almeno 400 titolari di lotti e:

- un aumento di capitale con un valore di mercato di almeno \$ 100 milioni
O
- un flottante di \$ 250 milioni o un aggregato combinato di un aumento di capitale primario e un flottante di almeno \$ 250 milioni;

A un'azienda con meno di 400 titolari di lotti può essere concesso un periodo di tolleranza fino a 90 giorni di negoziazione dopo la data di quotazione per soddisfare tale requisito minimo di lotti se:

- il valore di mercato delle azioni liberamente negoziabili al momento della quotazione è di almeno \$ 350 milioni;
- effettua un aumento di capitale con un valore di mercato di almeno \$ 250 milioni;
- il valore di mercato delle azioni liberamente negoziabili prima della quotazione più il valore di mercato dell'aumento di capitale è di almeno \$ 350 milioni;

Secondo uno studio effettuato presso l'università di Harvard da Denenberg et al. (2019), i requisiti di distribuzione storica hanno impedito a molte società private di essere ammesse a perseguire un elenco diretto perché non

• ² Securities And Exchange Commission (December 20, 2019), Release No. 34-87821; File No. Sr-Nyse-2019-67.

disponevano del numero richiesto di titolari di lotti. Con l'assicurazione di un periodo di tolleranza di 90 giorni abbinato a un requisito del flottante più elevato, il NYSE sta cercando di rendere disponibile la strada della quotazione diretta a più società, bilanciando al contempo la necessità di un mercato di trading liquido e adeguato. Questa modifica della regola proposta riflette il crescente interesse per le quotazioni dirette ed è un tentativo di risolvere due problemi chiave relativi ad esse. Se la SEC approva la proposta, la modifica della regola non dovrebbe entrare in vigore prima dei 45 giorni successivi alla pubblicazione nel Registro federale.

2.3 Fasi della procedura.

Una quotazione diretta si articola sostanzialmente in tre fasi :

- la fase di preparazione;
- la fase prima dell'elenco;
- il trading;

Le attività principali coinvolte sono, in realtà, molto simili a quelle di una IPO e riguardano in particolare la registrazione, la formazione degli investitori e la negoziazione.

Nella fase di preparazione, con riferimento alle attuali regole di borsa, le quotazioni dirette comportano la registrazione di un'offerta secondaria di azioni di una società su una dichiarazione di registrazione del Securities Act, in genere sul Modulo S-1 per un emittente statunitense o sul modulo F-1 per un emittente straniero, o su altro modulo di registrazione archiviato e dichiarato effettivo dalla Securities and Exchange Commission. Gli azionisti esistenti, come i dipendenti e gli investitori in fase iniziale, le cui azioni sono registrate per la rivendita, sono così in grado di venderle sulla borsa, non essendo tuttavia obbligati. Fornendo flessibilità e valore a tali azionisti si crea un mercato pubblico e liquidità per le azioni dell'azienda. La dichiarazione di registrazione

è soggetta a revisione e commento della SEC e richiede la divulgazione di ampie informazioni della società, della sua gestione e attività, delle operazioni aziendali e delle sue finanze sostanzialmente come accade in una normale dichiarazione di registrazione IPO. La società, inoltre, deve soddisfare i criteri di quotazione qualitativi e quantitativi del NYSE, inclusi gli standard di governo societario, i titolari di lotti minimi e il prezzo minimo delle azioni. Una società, in una quotazione diretta, solitamente registra, per la rivendita, tutto il capitale proprio in circolazione che non può, quindi, essere venduto ai sensi di un'esenzione applicabile dalla registrazione (come la regola 144)³. La regola 144 è un regolamento applicato dalla U.S. Securities and Exchange Commission che stabilisce le condizioni alle quali possono essere venduti o rivenduti titoli limitati, non registrati e di controllo. La regola 144 prevede un'esenzione dai requisiti di registrazione per vendere i titoli attraverso i mercati pubblici se sono soddisfatte alcune condizioni specifiche. La società, quindi, può registrare azioni detenute da società, affiliate e non, per meno di un anno o che altrimenti non hanno soddisfatto i requisiti per le transazioni senza restrizioni ai sensi del citato articolo 144. Tutte le azioni soggette a registrazione possono essere rivendute liberamente fintanto che la dichiarazione di registrazione rimane efficace ed aggiornata. Inizia così la fase successiva in cui il processo di quotazione diretta comincia a divergere da un processo di una IPO. Il tradizionale roadshow è stato sostituito, in alcuni elenchi diretti, da una giornata degli investitori in cui la società invita questi ultimi a conoscere la stessa "uno a molti", come ad esempio tramite un webcast, il quale può essere considerato più democratico in quanto tutti gli investitori hanno accesso agli stessi materiali didattici contemporaneamente.

³ 17 CFR § 230.144. La Regola 144 è un porto sicuro che consente ai possessori di titoli soggetti a restrizioni di rivendere tali titoli al pubblico senza registrazione, soggetti a determinati termini, modalità di vendita, volume e vincoli di preavviso. Ai sensi dell'articolo 144, lettera b), paragrafo 1, i non affiliati di un'emittente che detengono da almeno un anno sono autorizzati a rivendere senza rispettare i requisiti dell'articolo 144. 17 CFR § 230.144 (b) (1). La regola 144 (a) (1) definisce "affiliato" come "una persona che direttamente o indirettamente tramite uno o più intermediari, controlla o è controllata da o è sotto il controllo comune di tale emittente." 17 CFR § 230.144 (a) (1).

La SEC, in questa fase, dichiara efficace la dichiarazione di registrazione S-1, che consentirà alla società di annunciare pubblicamente un orientamento finanziario. Ciò consente agli investitori di stabilire il prezzo che sarebbero disposti a pagare per le azioni della società almeno 1-2 settimane prima che il titolo diventi pubblico.

Si apre così il trading. La società, al momento della quotazione delle azioni, diventa soggetta ai requisiti di segnalazione e di governance applicabili alle società quotate in borsa, compresi i requisiti di segnalazione periodica ai sensi del Securities Exchange Act del 1934.

Durante questa fase finale, anche gli azionisti attuali della società iniziano a determinare a quale prezzo sarebbero disposti a vendere le loro azioni. Le regole sia del NYSE che del Nasdaq richiedono, infatti, che la società che si vuole quotare nomini un consulente finanziario per fornire una valutazione indipendente delle azioni "detenute pubblicamente" della società e per aiutare il market maker e la borsa a stabilire il prezzo di riferimento⁴, che sarà dichiarato il giorno prima delle negoziazioni.

Mentre il prezzo IPO è determinato dai sottoscrittori e dalla società, misurando l'interesse degli investitori durante il roadshow, il prezzo di riferimento per una quotazione diretta è fissato, invece, dal NYSE e si basa su molti fattori, tra cui valutazioni private e negoziazione sostenuta nei mercati privati. Il prezzo di riferimento, nel caso di Spotify, era l'ultimo prezzo del commercio secondario privato. Nessuna azione viene scambiata effettivamente al prezzo di riferimento: è semplicemente un punto di partenza per il processo di rilevazione del prezzo. Inoltre, i consulenti finanziari non sono tenuti a sottoscrivere un prezzo iniziale come in una IPO tradizionale.

⁴ NYSE, Inc., Rules 104(a)(2) (2008)

Per quanto riguarda la scoperta dei prezzi, il Day 1 prevede un ampio processo di rilevazione dei prezzi con un Designated Market Maker (un modello unico per il NYSE) nell'area di trading, che determina il prezzo di apertura in base agli ordini di acquisto e vendita in consultazione con il consulente finanziario, utilizzando il prezzo di riferimento come punto di partenza. Il primo giorno di negoziazione inizia con un'asta dove sarà indicata inizialmente la dimensione della domanda e, successivamente, a quale prezzo inizia a crescere l'offerta e la domanda. Gli acquirenti e i venditori adeguano i loro ordini per diverse ore man mano che il mercato inizia a perfezionare il prezzo di equilibrio. Il NYSE è l'unico scambio a fornire un market maker designato per ridurre al minimo la volatilità e scoprire la valutazione del prezzo della domanda di mercato con una precisione senza pari. Questi trader sono soggetti a rigorosi obblighi specifici del NYSE al fine di mantenere un mercato equo e ordinato dei titoli che negoziano e facilitare l'apertura e la chiusura delle negoziazioni. Il DMM ha due ruoli chiave in un elenco diretto. Il primo consiste nell'aprire lo stock al giusto prezzo, il che comporta un processo di scoperta dei prezzi approfondito. Il secondo è mantenere la continuità dei prezzi con ragionevole profondità e ridurre al minimo gli effetti della disparità temporanea tra domanda e offerta fornendo il proprio capitale, sia all'aperto sia nei primi giorni, come società pubblica. Entrambi questi ruoli, data l'assenza di un agente stabilizzatore, sono fondamentali.

Con l'esclusivo modello di mercato in grado di eseguire tale offerta, il Direct Listings elaborato al NYSE, ha negoziato con una qualità di mercato superiore, sia in termini di bassa volatilità che di spread minore, il primo giorno rispetto alle IPO. Slack e Spotify, quotati al NYSE, si sono classificati tra i maggiori trade di apertura nella storia dei mercati statunitensi.

Gli elenchi diretti sono molto più economici rispetto a un IPO. La commissione di sottoscrizione dell'IPO, attualmente, si basa su una percentuale dei proventi raccolti dalla società emittente, in genere 7%, sebbene alcune IPO di più alto

profilo abbiano ottenuto commissioni di sottoscrizione pari a circa il 2%. In un elenco diretto, la commissione è per la consulenza forfettaria ed è quantificabile in circa la metà di quella che sarebbe la commissione di sottoscrizione per una IPO.

2.4 Vantaggi e rischi.

Il Direct listing offre vantaggi dovuti ai costi ridotti ma comporta anche rischi sia per l'azienda che per gli investitori. I vantaggi di un elenco diretto rispetto ad una IPO riguardano:

- vantaggi immediati per gli azionisti esistenti. Tutti gli azionisti, le cui azioni sono registrate nella dichiarazione di registrazione di rivendita, hanno la possibilità di partecipare al primo giorno di negoziazione della società. Gli azionisti che scelgono di vendere possono farlo ai prezzi di mercato, piuttosto che unicamente al prezzo iniziale per il pubblico fissato in una IPO. Tuttavia, questo vantaggio presuppone che vi sia una domanda di mercato sufficiente per le azioni offerte per la rivendita. Nelle quotazioni dirette di Spotify e Slack, non è stato venduto al pubblico un numero fisso di azioni e non erano disponibili allocazioni a un prezzo di offerta pubblico fisso; piuttosto, i potenziali acquirenti di azioni potevano effettuare ordini con il loro broker di scelta, a qualunque prezzo e dimensione ritenessero opportuni e quell'ordine avrebbe fatto parte del processo di definizione dei prezzi in borsa. Questo libero accesso al mercato, la possibilità di tutti i possessori esistenti di vendere le loro azioni e la presenza di un gruppo molto più ampio di investitori che acquistano le azioni, crea una potente dinamica guidata dal mercato per la determinazione efficiente dei prezzi delle azioni all'apertura delle negoziazioni (Cohen, 2019);
- partecipazione al mercato potenzialmente più ampia. Il tradizionale processo di IPO include un numero limitato di partecipanti: una società e

alcuni azionisti esistenti che si offrono di vendere le loro azioni, un sindacato di sottoscrizione formato da banche di investimento che costruisce un portafoglio di ordini con indicazioni di interesse da parte di potenziali investitori, e gli investitori che ricevono l'allocazione iniziale delle azioni offerte nell'IPO al prezzo che appare sulla prima pagina del prospetto. Gli acquirenti istituzionali tendono ad apparire così in primo piano nell'allocazione iniziale delle azioni che saranno vendute dal sindacato di sottoscrizione.

In una quotazione diretta, tutti i potenziali acquirenti di azioni sono in grado di effettuare ordini con il proprio broker-dealer di scelta, a qualunque prezzo ritengano opportuno, e tali ordini diventano parte del processo iniziale di determinazione del prezzo di riferimento;

- visibilità del marchio. Poiché le quotazioni dirette sono ancora un concetto nuovo nei mercati dei capitali statunitensi, qualsiasi quotazione diretta con discreto successo attirerà probabilmente un ampio interesse da parte dei partecipanti al mercato e dei media pertinenti. Questo effetto si moltiplica quando la società quotata ha un marchio ben noto;
- nessun costo di sottoscrizione. Questo perché non vengono emesse nuove azioni e quindi non sono necessari i sottoscrittori come accade invece nelle IPO per creare un mercato. Infatti il sottoscrittore rappresenta l'83% del costo di una grande IPO. Sebbene sia vero che le banche di investimento non agiscano più come sottoscrittori, queste sono ancora coinvolte come consulenti finanziari delle società che partecipano alla quotazione diretta.⁵ Inoltre la società incorrerà comunque in commissioni significative per i market maker o specialisti, agenti di valutazione indipendenti, revisori contabili e consulenti legali;

⁵ NYSE, Inc., Listed Company Manual § 102.01B (2003)

- nessun accordo di blocco. Gli azionisti esistenti non sono in genere soggetti alle restrizioni imposte dagli accordi di lock-up nelle IPO in cui i possessori di azioni si impegnano a non vendere i loro titoli nei centottanta giorni successivi all'emissione. La finalità del lock-up è quella di evitare oscillazioni negative dei prezzi delle azioni nel periodo immediatamente successivo alla quotazione che può essere causato da una pressione sull'offerta dei titoli stessi. In una quotazione diretta, una società è in grado di fornire liquidità agli azionisti esistenti senza accordi di blocco e, di conseguenza, gli azionisti sono liberi di vendere immediatamente le loro azioni;
- mancanza di underpricing, cioè quel costo che rende molto onerose le IPO. In una conversazione con TechCrunch (2019), Ritter, noto esperto di IPO, ha dichiarato infatti che il grande vantaggio di una quotazione diretta è che essa riduce i due più importanti costi di una IPO e cioè il costo diretto delle commissioni pagate alle banche di investimento per svolgere il ruolo di underwriter ed il costo indiretto relativo alla vendita delle azioni a un prezzo di offerta inferiore a quello a cui le azioni vengono successivamente negoziate;
- in una quotazione diretta, la piena liquidità del mercato valorizza un'azienda il primo giorno senza vincoli temporanei, nessuna allocazione ridotta o periodi di blocco richiesti. Questa scoperta di prezzi disinibiti riduce il costo del capitale e democratizza l'accesso e le opportunità per tutti gli investitori.

Ma andare al pubblico senza la struttura di un processo IPO non è privo di rischi. Infatti, non essendovi nessun sindacato di sottoscrizione, non vi è alcun supporto o garanzia per la vendita di azioni, promozioni, investitori sicuri a lungo termine, nessuna possibilità di opzioni come greenshoe e nessuna difesa da parte di grandi azionisti contro qualsiasi volatilità del prezzo delle azioni durante e dopo la quotazione delle azioni. L'opzione greenshoe è una disposizione di un accordo di sottoscrizione che garantisce al sottoscrittore il

diritto di vendere agli investitori più azioni di quelle originariamente previste dall'emittente se la domanda si rivela particolarmente forte. Tuttavia, secondo Horton (2019) vi sono alcune possibilità per rendere più sicuri per gli investitori gli elenchi diretti. Una possibilità è quella di vincolare le commissioni del consulente finanziario al successo della società che si quota tramite Direct listing (ovvero, applicare commissioni differite legate alla performance della società nel lungo termine).

In conclusione, qualsiasi società che consideri una quotazione diretta dovrebbe valutare se il proprio apparato di relazioni con gli investitori sia in grado di svolgere un ruolo fuori misura nel coordinare gli sforzi di marketing e nel raggiungere i potenziali investitori.

2.5 Conclusioni.

Il capitolo ha trattato le caratteristiche fondamentali del Direct Listing, ponendo l'attenzione sulle motivazioni che spingono i manager ad intraprendere tale percorso in alternativa alle tradizionali IPO. Sono state descritte le varie fasi del processo del Direct Listing, i nuovi soggetti coinvolti quale ad esempio il market maker e il suo ruolo facendo, ove necessario, opportuni confronti con le IPO. In particolare è stato descritto il differente processo di determinazione del prezzo. Si è esaminato come il prezzo di una IPO sia determinato dai sottoscrittori insieme alla società misurando l'interesse degli investitori durante il roadshow, nella quotazione diretta il prezzo di riferimento è invece fissato dal NYSE e si basa su fattori come le valutazioni private.

Si è evidenziato come si tratti di un'operazione più veloce e generalmente più conveniente in termini di costi data l'assenza degli intermediari che svolgono funzioni di collocamento. Si è focalizzata l'attenzione sulle regole di quotazione vigenti al NYSE (NEW YORK STOCK EXCHANGE), essendo

fino ad oggi l'unico mercato di scambio ad aver lanciato un elenco diretto e che sta attualmente lavorando a stretto contatto con la SEC per espanderne l'accessibilità al fine di sviluppare ulteriormente questo approccio. Sono stati esposti i vantaggi e i rischi di tale scelta per l'azienda e per gli investitori. Infatti grazie al Direct listing si ha una maggiore liquidità e flessibilità date dal fatto che non è previsto un aumento di capitale al momento della sottoscrizione. Di contro, non essendovi nessun sindacato di sottoscrizione, non vi è alcun supporto o garanzia per la vendita di azioni, nessuna possibilità di opzioni come greenshoe e nessuna difesa da parte di grandi azionisti contro qualsiasi volatilità del prezzo delle azioni durante e dopo la quotazione delle azioni. Nel terzo capitolo si analizzerà nel dettaglio il caso Spotify del 3 Aprile 2018 che scelse di quotarsi a Wall Street con la formula del Direct Listing ed in particolare si discuterà dell'underpricing dell'azienda rispetto alle altre IPO.

CAPITOLO 3 : Il caso Spotify

3.1 Introduzione.

Nel capitolo verrà analizzato come caso studio il Direct listing di Spotify. La società rappresentava il candidato ideale per tale tipologia di quotazione, poiché possedeva determinati requisiti. Prima del Direct listing, Spotify deteneva 178,1 milioni di azioni in circolazione (Farrel, 2018) negoziate privatamente, ed aveva un valore di mercato stimato di oltre \$ 20 miliardi (Farrel & Steele, 2018). La società non aveva bisogno di raccogliere alcun capitale aggiuntivo bensì aveva l'esigenza di rendersi pubblica al fine di fornire liquidità ai primi investitori (e ad alcuni membri del top management) e di ottenere considerazione da utilizzare per future acquisizioni. Quest'ultima, è stata la ragione principale per cui Spotify ha intrapreso la strada del Direct listing (Coffee 2018). Infatti, a seguito della quotazione di un titolo sul NYSE tramite una quotazione diretta, un emittente che cerca di acquisire un rivale in una fusione dovrà solo presentare una dichiarazione di registrazione del Modulo S-4 (e dovrebbe essere idoneo a qualificarsi per una registrazione automatica). Il 3 aprile 2018, Spotify si è resa pubblica tramite Direct listing, elencando le sue azioni esistenti sul NYSE (Farrell, Osipovich & Steele, 2018). Spotify ed in seguito Slack, nel 2019, sono state le uniche grandi aziende ad averlo fatto. Precedenti elenchi diretti riguardavano solamente piccole aziende e solitamente portavano alla negoziazione sul mercato OTC, ove la tipica società quotata aveva una capitalizzazione di mercato di circa \$ 10 milioni (Verret, 2016) o sul NASDAQ. Nel capitolo, in primis, verranno descritte le caratteristiche principali dell'azienda ed in seguito si focalizzerà l'attenzione sui motivi che hanno indotto i manager di Spotify ad intraprendere questa strada inesplorata. Si analizzeranno le fasi del processo di quotazione di Spotify, soggetto a regole molto complicate, poiché non si è trattato del semplice

cd. “Direct listing puro”, in cui la società ha solamente l’obbligo di presentare una dichiarazione di registrazione dell’Exchange Act (modulo 10). Spotify, infatti, avendo la sede a Lussemburgo, ha iniziato la quotazione presentando, il 28 febbraio, la dichiarazione di registrazione del Securities Act del modulo F-1 per gli emittenti stranieri (Grabar, Lopez & Basham, 2018). In seguito, il 21 marzo 2018, ha esibito una dichiarazione di registrazione dell’Exchange Act (Modulo 8-A), registrando i propri titoli ai sensi della Sezione 12 (b) dell’Exchange Act.

Inoltre, ha assunto banche di investimento come Goldman Sachs Group Inc., Morgan Stanley e Allen & Co. nel ruolo di consulenti finanziari. Questi ultimi, hanno fornito consulenza e assistenza nella preparazione dei documenti da consegnare alla SEC e nella redazione di presentazioni agli investitori. In relazione a quest’ultimo punto, è stata condotta una giornata per gli investitori il 15 marzo 2018, ove, i dirigenti hanno descritto la storia dell’azienda e i suoi piani futuri. Il capitolo si concluderà con un’attenta analisi dell’underpricing di Spotify in relazione alle altre IPO e dei costi sostenuti dall’azienda.

3.2 Descrizione dell'azienda.

Spotify Technology SA ("Spotify") è una *public limited liability company* che offre il più grande servizio di abbonamento di streaming musicale al mondo e ha generato ricavi per 4,09 miliardi di euro nel 2017. Fondata nel 2006 a Stoccolma, in Svezia, da Daniel Ek e Martin Lorentzon, Spotify, venne lanciata ufficialmente nell'ottobre 2008, principalmente come servizio solo su invito. Poco dopo la fondazione della società, la sede fu trasferita a Londra e l'attività si espanse in tutta Europa. Nel luglio 2011, Spotify ha ampliato le sue operazioni negli Stati Uniti, il suo più grande mercato finora (Sawers, 2011) e da marzo 2018, è disponibile in 61 paesi in tutto il mondo, compresa la maggior parte dell'Europa, nord America, sud America e la regione dell'Asia-Pacifico. Per quanto concerne il mercato della musica streaming, i rendimenti globali dell'industria musicale dal 1999 al 2014 hanno subito una diminuzione del 40%, dai \$23,8 ai \$14,3 miliardi. Dal 2015 il trend negativo si è interrotto e si è verificata una nuova crescita nei rendimenti dell'industria musicale, attribuendo parte del merito a Spotify. Lo streaming, infatti, con un aumento dei rendimenti del 60% nel 2016, è stato il maggior responsabile della crescita complessiva del mercato musicale. Al 31 dicembre 2017, contava 157 milioni di utenti attivi mensili e 71 milioni di utenti paganti. Spotify opera secondo un modello di business "freemium", offrendo alcune funzionalità gratuitamente mentre altre più avanzate sono disponibili solo per gli utenti a pagamento (Newman, 2013). Ad esempio, solo quest'ultimi possono ascoltare musica offline e tracce "on demand" su un dispositivo mobile. In base agli accordi con le etichette discografiche, Spotify paga gli artisti "per stream" \$ 0,00014123 per il servizio gratuito e \$ 0,00066481 per il servizio a pagamento (Sanchez, 2017). La società, sin dal suo lancio, ha pagato oltre € 8 miliardi in diritti d'autore ad artisti, etichette musicali ed editori.

Secondo i dati riportati nel *Financial Statement* di Spotify del secondo trimestre del 2019, i Monthly Active User ⁶ (MAU) sono passati dai 180 milioni del 30 Giugno 2018 ai 232 milioni del 30 Giugno 2019, subendo una variazione positiva del 29%. Se si fa riferimento solamente agli utenti *Premium*, la crescita annuale è del 31% con oltre 100 milioni di utenti a pagamento.

	As of June 30,		Change	
	2019	2018		
Premium Subscribers	108	83	25	31%

(in millions, except percentages)

Figura 5, “Andamento degli utenti Premium da Giugno 2018 a Giugno 2019”.
Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, www.spotify.com

Tale incremento dell’utenza ha generato \$1,5 miliardi, nel secondo trimestre del 2019, circa il 90% dei Ricavi totali. Ciò nonostante, la società continua a registrare una perdita operativa, causata dalla prevalenza dei costi sui ricavi, rappresentati per lo più dai contratti per il pagamento dei diritti d’autore e dalle elevate spese nelle attività di R&S e Marketing, che incidono rispettivamente per il 9,1% e 12% dei Ricavi. Tuttavia, nella seguente tabella si nota come tale perdita operativa sia considerevolmente diminuita, sia rispetto al trimestre precedente, da \$47 a \$3 milioni, sia rispetto al 2018.

⁶ Indicatore dell’utenza complessiva mensile come somma dei *Premium Subscriber* e *Ad-Supporter User*.

	Note	Three months ended June 30,		Six months ended June 30,	
		2019	2018	2019	2018
Revenue	5	1,667	1,273	3,178	2,412
Cost of revenue		1,233	944	2,371	1,800
Gross profit		434	329	807	612
Research and development		151	143	306	258
Sales and marketing		200	173	372	311
General and administrative		86	103	179	174
		437	419	857	743
Operating loss		(3)	(90)	(50)	(131)

Figura 6, “ Reddito operativo e confronto con dati del 2018”.

Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, www.spotify.com

Inoltre, nel *Financial Statement* viene attribuita notevole importanza all'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization), grandezza di cui si servono sia azionisti sia eventuali investitori per confrontare la performance operativa dell'azienda nei diversi periodi e con le imprese concorrenti. Anche in questo caso si nota come il trend dell'ultimo anno sia positivo e che per la prima volta, nel secondo trimestre del 2019, si abbia un EBITDA non negativo.

	Three months ended June 30,		Six months ended June 30,	
	2019	2018	2019	2018
	(in € millions)			
Net loss attributable to owners of the parent	(76)	(394)	(218)	(563)
Finance (income)/costs – net	56	302	178	441
Income tax expense/(benefit)	17	2	(10)	(9)
Depreciation and amortization	20	6	41	17
EBITDA	17	(84)	(9)	(114)

Figura 7, “EBITDA e confronto con i dati del 2018”.

Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, www.spotify.com

Questi dati finanziari confermano che la strategia del management di Spotify è rivolta al lungo periodo e che, a discapito delle perdite operative, gli investimenti in aree fondamentali quali Marketing e Ricerca e Sviluppo si sono rivelati positivi.

In passato, non ha avuto problemi ad ottenere capitali, avendone raccolti circa \$ 2,7 miliardi sia in debito che in azioni. Le società della Silicon Valley come Kleiner Perkins, GV, Accel Partners e Andreessen Horowitz, oltre ai principali azionisti Technology Crossover Ventures e Tiger Global Management, hanno investito nell'azienda durante i suoi vari round di finanziamento azionario. Allo stesso modo, Sony Music, Goldman Sachs e Fidelity hanno tutti investito nel business. Nel 2017, prima della quotazione, Spotify, ha raggiunto un valore stimato di \$ 19 miliardi (Zanki, 2018) ed inoltre, ha iniziato il processo per diventare un'azienda pubblica poichè aveva diversi obiettivi da raggiungere. In primo luogo, la società voleva offrire una maggiore liquidità ai suoi azionisti esistenti, compresa l'opportunità di vendere su uno scambio nazionale. Tuttavia, prima della quotazione diretta, alcuni analisti temevano che tali azionisti non avrebbero venduto (Wittenstein & Singer, 2018). In effetti, quando le azioni di Spotify hanno iniziato a negoziare per la prima volta il 3 aprile 2018, è apparso che pochi azionisti volevano vendere, almeno non al prezzo quotato (Tiernan, 2018). Tuttavia, ciò è cambiato quando diversi grandi investitori si sono scaldati sull'idea (Farrell & Dulaney, 2018). Alla fine, le azioni di Spotify si sono sviluppate e il prezzo delle azioni è aumentato da \$ 135 a \$ 178 nel periodo di sei mesi, dal 3 aprile al 3 ottobre 2018, con un volume giornaliero compreso tra 1 e 10 milioni di azioni. Essendo il volume un buon indicatore di liquidità, si intende per "volume basso" un volume giornaliero medio inferiore a 200.000 azioni al giorno. In secondo luogo, la società voleva fornire a tutti gli acquirenti e venditori delle sue azioni, un accesso illimitato ai mercati senza alcun periodo di blocco. Infine, ha voluto consentire la scoperta dei prezzi attraverso un processo trasparente, guidato dal mercato, piuttosto che attraverso un fermo impegno di sottoscrizione (Jaffe, Rodgers, and Gutierrez, 2018). Dato che tutti gli azionisti esistenti di Spotify hanno avuto l'opportunità di partecipare al primo giorno di negoziazione, gli azionisti che hanno scelto di vendere sono stati in grado di farlo ai prezzi di

negoziiazione sul mercato piuttosto che solo al prezzo iniziale per il pubblico che sarebbe stato a loro disposizione in una IPO tradizionale. Nel 2017, il rendimento medio del primo giorno per le IPO è stato dell'11,8%, in leggero aumento rispetto all'11,4% nel 2016, ma inferiore alla media a lungo termine del 13% (*Renaissance Capital IPO Intelligence, 2017*). Al 28 marzo 2018, il rendimento medio del primo giorno per le IPO 2018 era del 13,2% (*Renaissance Capital IPO Intelligence, 2018*). Il 3 aprile 2018, quando Spotify è stato aperto per la negoziazione sul NYSE, con il simbolo “SPOT”, il prezzo di riferimento iniziale del NYSE, pubblicato sul mercato prima della negoziazione, è stato di US \$ 132,00 per azione e il prezzo di apertura delle azioni è stato di US \$ 165,90 per azione, o circa il 25,7% in più rispetto al prezzo di riferimento del NYSE. La negoziazione delle azioni di Spotify si è chiusa ad un prezzo di 149,01 USD per azione, che era circa il 10,2% inferiore al prezzo di apertura e il 12,9% superiore al prezzo di riferimento.

3.3 Le fasi del processo.

Spotify, nel processo del Direct listing, ha dovuto lavorare a stretto contatto con lo staff della Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti, il NYSE e i consulenti finanziari e legali per raggiungere i suoi obiettivi all'interno dei confini del Securities Act, Exchange Act e delle regole di quotazione del NYSE.

Il percorso verso un elenco diretto ha coinvolto molte funzionalità, le più importanti delle quali sono illustrate nell'immagine seguente, e che solitamente non sono presenti nella tradizionale IPO:



Figura 8, “Timeline dei passaggi più significativi del Direct Listing di Spotify”.
 Fonte: Jaffe M.D, Rodgers G. and Gutierrez H. (2018), “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

In quanto emittente privato straniero, Spotify ha utilizzato una dichiarazione di registrazione del modulo F-1 per registrare le proprie azioni presso la SEC. Poiché non vendeva azioni e non vi erano vendite coordinate da parte degli azionisti esistenti, la dichiarazione di registrazione ha assunto la forma di una dichiarazione di registrazione di rivendita. Ciò, ha consentito agli azionisti esistenti, le cui azioni erano state registrate, di rivendere le loro azioni fintanto che la dichiarazione di registrazione rimaneva effettiva e il prospetto era aggiornato. Mentre la maggior parte delle informazioni nella dichiarazione di registrazione ha seguito le informazioni normalmente incluse in una dichiarazione di registrazione per una IPO, vi erano differenze importanti, tra cui:

- (1) le azioni registrate nella dichiarazione di registrazione;
- (2) la "stima in buona fede" della fascia di prezzo per la copertina del prospetto preliminare;
- (3) la sezione del piano di distribuzione del prospetto, che delinea il modo in cui le azioni possono essere vendute ai sensi della dichiarazione di registrazione.

Spotify voleva assicurarsi che gli azionisti esistenti avessero la possibilità di vendere sul NYSE il primo giorno di negoziazione se avessero scelto di farlo. Di conseguenza, doveva registrare tutte le azioni degli azionisti o garantire che un'esenzione dalla registrazione (come la regola 144) consentisse agli azionisti di vendere senza registrazione. Per quanto riguarda il processo di revisione della SEC circa la dichiarazione di Registrazione di Spotify, nelle sue lettere di commento sul modulo F-1, lo staff della SEC sembrava focalizzato sull'assicurare che Spotify mettesse in evidenza la struttura della quotazione diretta come un nuovo metodo per andare al pubblico facendo notare che, il volume degli scambi e il prezzo delle azioni sarebbero potuti essere più volatili che in una IPO tradizionale. Il 23 marzo 2018, la SEC ha dichiarato efficace la dichiarazione di registrazione di Spotify dopo essere stata registrata presso la SEC per poco più di tre mesi, all'incirca la stessa tempistica di una IPO.

In una IPO, l'efficacia segnerebbe la fine del processo di road show e significherebbe che l'offerta è pronta e si può iniziare a fare trading il mattino seguente. Spotify ha scelto un percorso diverso, decidendo di tenere il primo giorno di negoziazione più di una settimana dopo, il 3 aprile 2018, poiché una volta divenuta soggetta ai requisiti di segnalazione dell'Exchange Act, desiderava promuovere il suo obiettivo di trasparenza pubblicando sul mercato linee guida standard con le sue prospettive finanziarie per il primo trimestre e l'intero anno 2018 e quindi necessitava di tempo per fornire queste informazioni agli investitori prima della quotazione e dell'inizio della negoziazione. In secondo luogo, al fine di raggiungere i suoi obiettivi di liquidità per gli azionisti esistenti e la parità di accesso a tutti gli acquirenti e venditori, voleva garantire che gli azionisti esistenti avessero il tempo sufficiente per depositare le loro azioni attraverso la Depository Trust Company (DTC) su un conto di intermediazione prima del primo giorno di negoziazione, se lo desideravano. Gran parte del lavoro richiesto per effettuare tali depositi doveva avvenire dopo l'efficacia della dichiarazione di

registrazione. Al momento della registrazione, Spotify aveva in circolazione 178.112.840 azioni ordinarie. Sui mercati del collocamento privato, i prezzi di vendita bassi e alti per azione ordinaria sono stati rispettivamente di \$ 37,50 e \$ 125,00 e nel periodo dal 1 ° gennaio 2018 al 22 febbraio 2018 tali prezzi sono stati rispettivamente di \$ 90,00 e \$ 132,50. Di queste azioni ordinarie, Spotify ne ha registrate 55.731.480 azioni, ovvero circa il 31%, in base alla dichiarazione di registrazione. Per comprendere quali azionisti erano ammessi a partecipare alla quotazione diretta e perché Spotify ha registrato solo il 31% delle sue azioni, è utile classificare gli azionisti di Spotify in tre gruppi. Il primo gruppo di azionisti era costituito solo dalla società cinese di social media Tencent, che possedeva circa il 9% delle azioni ordinarie di Spotify. Tencent era soggetto a un precedente accordo di blocco non correlato alla quotazione diretta e quindi non idoneo a partecipare alla quotazione. Infatti, Spotify aveva convinto due dei suoi principali azionisti, Tencent Music Entertainment Group e Tencent Holdings Limited, a stipulare un periodo di blocco con cui queste due entità, hanno concordato di non vendere azioni ordinarie per un periodo di tre anni.

Il secondo gruppo era composto da non dipendenti che detenevano azioni da almeno un anno. Questo gruppo deteneva circa il 60% delle azioni ordinarie di Spotify ed era idoneo a rivendere al pubblico in qualsiasi momento senza registrazione ai sensi della regola 144 della SEC. Pertanto, questi azionisti, se hanno scelto di vendere le loro azioni durante la quotazione, non hanno dovuto farlo ai sensi delle condizioni della dichiarazione di registrazione.

Il terzo gruppo, il restante 31%, era composto da dipendenti e non dipendenti che avevano detenuto le azioni per meno di un anno (questo gruppo includeva le rimanenti 55.731.480 azioni). Questi azionisti non avevano altre opzioni dirette per la rivendita pubblica e quindi erano gli obiettivi principali beneficiari della quotazione diretta. Registrando queste azioni rimanenti, Spotify ha consentito ai suoi azionisti di rivendere immediatamente nella quotazione

diretta, il che ha probabilmente aumentato il valore delle azioni favorendo lo sviluppo di un mercato pubblico. La società, ha anche cercato una guida per la quotazione diretta da parte della SEC sotto forma di una lettera di non azione. Il personale della SEC scrive lettere di non azione in risposta alle richieste delle aziende che cercano indicazioni su una particolare questione relativa ai titoli. Se approvata in modo affermativo, la lettera indicherà che la divisione competente non raccomanderà l'esecuzione, dati i fatti presentati (Lemke, 1986). In particolare, Spotify ha chiesto informazioni sull'applicazione di una regola di Exchange Act, il regolamento M, che limita le comunicazioni degli emittenti nel periodo di tempo attorno a un'offerta di titoli per impedire la manipolazione del mercato⁷.

A causa della natura non tradizionale della quotazione diretta di Spotify, non sono chiare le misure della regola applicata, che limiterebbero la capacità di comunicare con gli investitori nel periodo immediatamente precedente e successivo alla data di quotazione. Nella sua lettera di non azione, la Divisione di negoziazione e mercati ha dichiarato che non raccomanderebbe l'applicazione nei confronti di Spotify, dei consulenti finanziari o degli azionisti se le parti si astenessero dalla comunicazione entro cinque giorni dall'apertura fino al secondo giorno successivo alla quotazione.⁸

Spotify ha anche reso il suo processo di formazione degli investitori più trasparente per il pubblico durante la sua Giornata degli investitori. Invece del solito road show IPO rivolto agli investitori istituzionali, Spotify ha ospitato un Investor Day il 15 marzo 2018, trasmesso in diretta streaming con circa 10.000

⁷ *Spotify*, 2018 WL 1531993 at *6–12. Il regolamento M, ha lo scopo di prevenire la manipolazione del mercato vietando agli emittenti e ad altri partecipanti alla distribuzione, determinate attività di comunicazione durante una distribuzione. Vedi 17 CFR §§ 242.100–05. In un IPO tradizionale, si presume che si applichi il regolamento M. Tuttavia, in un elenco diretto, non esiste un periodo di determinazione del prezzo, quindi non è chiaro se sia stato applicato un periodo limitato dal regolamento M e, in tal caso, per quanto tempo.

⁸ *Spotify*, 2018 WL 1531993 at *2.

spettatori, dopo la prima presentazione pubblica della sua dichiarazione di registrazione il 28 febbraio 2018.

La Giornata degli investitori è durata poco più di due ore, circa il doppio di una tradizionale riunione IPO e ha coinvolto presentazioni da parte dell'intero gruppo dirigente di Spotify piuttosto che solo dall'Amministratore Delegato e dal Direttore finanziario (Farrell, et al, 2018). Con questa maggiore trasparenza e senza alcun accordo di blocco, Spotify riteneva che le forze di domanda e offerta guidate dal mercato avrebbero consentito al prezzo delle azioni di raggiungere un equilibrio naturale.

In una IPO tradizionale, la copertina del prospetto preliminare contiene una fascia di prezzo di vendita anticipato delle azioni. Tale intervallo, che è richiesto dalle regole della SEC (in particolare, articolo 501 (b) (3) del regolamento SK), viene solitamente raggiunto dall'emittente, da eventuali azionisti che vendono e dai sottoscrittori. Poiché Spotify non offriva alcuna azione e la direzione non avrebbe avuto alcun ruolo nella determinazione del prezzo iniziale, non è stato possibile includere questa informativa nel prospetto preliminare. Tuttavia, Spotify non era in grado di condurre la formazione degli investitori senza un adeguato prospetto preliminare. La copertina del prospetto preliminare spiegava che il prezzo pubblico di apertura delle azioni di Spotify sarebbe stato determinato acquistando e vendendo gli ordini raccolti dal NYSE dai broker-dealer. Il market maker designato dal NYSE, in consultazione con un consulente finanziario di Spotify e in base alle norme applicabili del NYSE, utilizzò così tali ordini per determinare un prezzo di apertura delle azioni. Inoltre, in linea con l'obiettivo di condurre il processo di quotazione in modo trasparente, Spotify ha reso noti i prezzi di vendita alti e bassi recenti per azione nelle recenti transazioni private sulla copertina del prospetto preliminare e del prospetto finale.

Poiché non vi era alcuna offerta sottoscritta, la dichiarazione di registrazione di Spotify non includeva una sezione relativa alla sottoscrizione bensì una con il

piano di distribuzione tipico di una dichiarazione di registrazione di rivendita. Al fine di imitare la negoziazione ordinaria che si verificherebbe nelle azioni di una società quotata in borsa, il piano di distribuzione era limitato alle transazioni di intermediazione su borse pubbliche o sedi di negoziazione alternative registrate. Dato che non vi erano sottoscrittori e vendite organizzate da parte degli azionisti esistenti, il metodo di distribuzione era più ristretto rispetto a molte dichiarazioni di registrazione di rivendita. Tuttavia, la divulgazione ha raggiunto l'obiettivo di Spotify di fornire liquidità ai propri azionisti senza implicare un processo di vendita organizzato che potrebbe essere considerato una sottoscrizione.

La sezione del piano di distribuzione ha anche descritto in dettaglio i ruoli del market maker designato dal NYSE, incluso il requisito del NYSE che il market maker designato si consulta con il consulente finanziario di Spotify in merito all'istituzione da parte del market maker designato del prezzo di apertura.

In assenza di un sindacato di sottoscrizione, Spotify si è rivolto a Goldman Sachs & Co. LLC, Morgan Stanley & Co. LLC e Allen & Company LLC come consulenti finanziari, i quali hanno assunto ruoli chiaramente definiti, tra cui l'assistenza a Spotify alla definizione degli obiettivi per la quotazione, consulenza sulla dichiarazione di registrazione e assistenza nella preparazione di presentazioni e altre comunicazioni pubbliche. Morgan Stanley è stato inoltre nominato come consulente finanziario a fini della consultazione con il market maker designato dal NYSE, come richiesto dalle regole di quotazione diretta del NYSE. Spotify ha mantenuto Morgan Stanley, uno dei suoi consulenti, per fungere da agente di valutazione indipendente in relazione alla quotazione.

I consulenti finanziari non hanno intrapreso per conto di Spotify alcuna attività di costruzione di libri, non hanno partecipato a riunioni degli investitori, non hanno condotto il bookbuilding dei prezzi (ad eccezione del ruolo limitato aggiuntivo di Morgan Stanley come consulente finanziario con il market maker

designato secondo le regole del NYSE), non hanno fornito supporto ai prezzi o svolto attività di stabilizzazione come farebbero normalmente in una IPO. Nella sua qualità di consulente finanziario ai fini dei requisiti di consulenza del NYSE, Morgan Stanley ha fornito al market maker designato una comprensione della proprietà delle azioni in circolazione di Spotify e degli interessi di vendita e acquisto pre-quotazione di cui era a conoscenza da potenziali investitori e azionisti. Il 3 aprile 2018, Spotify è stato aperto alle negoziazioni sul NYSE. Il prezzo di riferimento iniziale del NYSE che è stato pubblicato sul mercato prima della negoziazione è stato di US \$ 132,00 per azione, in linea con il prezzo di vendita più alto per azione di US \$ 132,50 per le transazioni private dal 1 gennaio 2018 al 14 marzo 2018, come divulgato sulla copertina del prospetto. Data la mancanza di un “prezzo al pubblico” iniziale al quale i sottoscrittori avrebbero venduto azioni agli investitori, gli ordini di acquisto e vendita che erano stati bilanciati dal market maker designato hanno impiegato più tempo a raggiungere l'equilibrio attorno a un prezzo di negoziazione di apertura e le azioni non sono state negoziate fino a poco dopo le 12:30 pm. Il prezzo di apertura delle azioni è stato di US \$ 165,90 per azione. Le azioni hanno registrato una volatilità relativamente bassa nella negoziazione di un elevato volume di azioni (volume di negoziazione del primo giorno di 30.526.500 azioni con 178.112.840 azioni in circolazione) e hanno chiuso il primo giorno di negoziazione al prezzo di 149,01 USD per azione, 13% sopra il prezzo di riferimento, con una volatilità intraday del 12,3%. Nel complesso, il giorno della quotazione, Spotify ha raggiunto i suoi principali obiettivi. Appena 5,6 milioni di azioni sono state scambiate al prezzo di apertura, ovvero il 5 per cento del numero totale disponibile per lo scambio (Barinka, 2018). Alla fine, 30,5 milioni di azioni sono state scambiate prima della chiusura dello stock. Questo è molto più basso rispetto a una tipica IPO. Il lancio è stato ampiamente considerato un successo (Sisario e Phillips, 2018). Spotify ha continuato il suo successo a Wall Street anche nel periodo

immediatamente successivo alla quotazione in cui il prezzo delle azioni aumentò considerevolmente. Ad agosto 2018, un'azione veniva scambiata a circa \$ 180, con un massimo storico di \$ 198,99. Il grafico seguente rappresenta l'andamento dei prezzi delle azioni della società, in cui si nota che Spotify ha registrato il minimo annuo nei primi giorni di Gennaio 2019 e nei mesi successivi ha avuto una netta ripresa con una variazione percentuale da inizio anno del +30,17%.



Figura 9, “Andamento dei prezzi delle azioni di Spotify dalla sua quotazione ad oggi”.

Fonte: Google Finanza.

Inoltre, per quanto riguarda i risultati della performance di Spotify per il secondo trimestre del 2018, in prossimità del Direct Listing, essi sono stati ampiamente in linea con le aspettative della società, con alcune metriche nella fascia alta dell'intervallo di riferimento. Il trimestre si è chiuso con 180 milioni di utenti attivi mensili e 83 milioni di abbonati premium, con un aumento rispettivamente del 30% e del 40%. I ricavi totali sono stati di 1.273 milioni di euro, in crescita del 26%. In questo trimestre però vi è stato l'impatto negativo dei tassi di cambio, senza il quale la crescita dei ricavi sarebbe stata del 34%. Il margine lordo è stato del 25,8% ed occupava la fascia alta dell'intervallo di previsione del 24%-26%. La perdita operativa è stata di 90 milioni di euro, pari a circa il 7% dei ricavi totali ed includeva il costo di 30 milioni di euro sostenuto

per la quotazione diretta al NYSE ad Aprile e 32 milioni di euro di costi sociali maturati per opzioni.

Nella tabella è rappresentato un confronto tra la tradizionale IPO, il Direct listing e il Direct listing di Spotify:

	IPO	Direct Listing (Puro)	Direct Listing (Spotify)
Obiettivo	Raccogliere capitali, liquidità, considerazione per acquisizioni successive	Liquidità, considerazione per acquisizioni successive	Liquidità, considerazione per acquisizioni successive
Richieste di deposito SEC obbligatorie	Dichiarazione di registrazione del Securities Act (S-1) seguita dalla dichiarazione di registrazione del Exchange Act (8-A)	Dichiarazione di registrazione di Exchange Act (modulo 10)	Dichiarazione di registrazione del Securities Act (F-1) seguita dalla dichiarazione di registrazione del Exchange Act (8-A)
Restrizioni alle comunicazioni	Si applica un periodo di silenzio	Nessuna restrizione	Si applica un periodo di silenzio
Richieste di deposito NYSE	Elenco	Elenco	Elenco
Ruolo delle banche d'investimento	Sottoscrittori	Consulenti finanziari	Consulenti finanziari
Importo che le grandi aziende pagano alle banche d'investimento	\$ 130,5 milioni ⁹ (le grandi aziende pagano in media \$ 37 milioni)	N/A	\$35 milioni

Figura 10, “Confronto tra le caratteristiche principali di un IPO, Direct Listing Puro e Direct Listing di Spotify”.

Fonte: Brent J. Horton (2019), “Spotify’s Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?”, 72 SMU L. Rev. 177.

⁹ Questo numero è la media degli importi pagati ai sottoscrittori in Snap Inc., IPO e Facebook Inc., IPO. Snap Inc., Prospectus (Form 424B4) 1 (March 1, 2017) (\$85 million paid to underwriters); Facebook Inc., Prospectus (Form 424B4) 1 (May 17, 2012) (\$176 million paid to underwriters).

La colonna "IPO" riassume le caratteristiche di una IPO tradizionale, mentre esistono due colonne per l'elenco diretto. La colonna denominata "Elenco diretto (puro)" riassume come in teoria dovrebbe funzionare un elenco diretto, mentre la colonna denominata "Elenco diretto (Spotify)" riassume il funzionamento dell'elenco diretto di Spotify.

3.4 Analisi dell'underpricing dell'azienda rispetto ad altre IPO.

La cosiddetta "quotazione diretta" ha offerto a Spotify l'opportunità di risparmiare milioni di dollari in commissioni di sottoscrizione e, ancora di più in underpricing, fornendo allo stesso tempo liquidità agli azionisti esistenti e aumentando il prestigio e la reputazione della società (French, Kern, Morillon & Yore, 2018). Se Spotify avesse scelto la strada delle IPO, probabilmente avrebbe pagato circa \$209 milioni (McClane, 2018), o addirittura \$300 milioni (Wilmot, 2017). Il costo totale di una quotazione diretta è necessariamente inferiore a una IPO tradizionale poiché le banche di investimento non assumeranno una commissione di spread o un rischio di prezzo post-vendita. Nella seguente tabella sono rappresentati i costi del Direct listing di Spotify:

Tassa di Registrazione SEC	\$55,357
Quota di iscrizione	\$320,000
Costi di stampa	\$875,000
Compenso per i revisori	\$1,848,900
Commissioni e spese legali	\$5,544,965
Commissione agente di trasferimento	\$73,806
Commissioni per altri consulenti	\$35,000,000
Commissioni varie e spese	\$2,000,972
TOTALE	\$45,719,000

Figura 11, "Costi del Direct Listing di Spotify".

Fonte: Spotify Technology S.A., Prospectus (Form 424B4) 187 (Mar. 23, 2018).

Il costo pagato da Spotify agli altri consulenti, che include le banche di investimento è di \$35 milioni. Secondo un rapporto di J.P. Morgan Capital

Markets, una commissione equivalente per una sottoscrizione per una società con una valutazione simile a Spotify sarebbe compresa tra \$ 80 e \$ 120 milioni. Pertanto, Spotify è stata in grado di quotarsi a circa un terzo del costo di una IPO simile a causa della mancanza di una commissione di sottoscrizione. Un ulteriore vantaggio del Direct listing è l'assenza di underpricing, che però non è del tutto eliminato. Per l'emittente non c'è underpricing nel senso di "denaro rimasto sul tavolo" poiché non vengono emesse nuove azioni; tuttavia, gli azionisti esistenti avvertono gli stessi effetti tipici della sottovalutazione. In una IPO, i sottoscrittori raccomandano un prezzo (che può essere sottovalutato). In un elenco diretto, non vi sono sottoscrittori e pertanto gli analisti finanziari fissano il prezzo, in genere basato sul prezzo nel mercato del collocamento privato. Come sottolinea Coffee (2018):

“Presumibilmente, gli emittenti che desiderano effettuare una quotazione diretta assumeranno una società finanziaria specializzata nella valutazione per fornire la valutazione richiesta delle azioni da quotare. Supponendo che la valutazione ammonti a \$ 1 miliardo, o \$ 50 per azione per circa 20 milioni di azioni detenute pubblicamente, il market maker designato sul NYSE partirà da questa valutazione di \$ 50 per azione e probabilmente aumenterebbe prima del trade di apertura se ci fosse un alto rapporto tra ordini di acquisto e ordini di vendita. Ciò, è solo marginalmente diverso da un IPO di "impegno costante", in cui il prezzo negoziato tra l'emittente e il sottoscrittore potrebbe essere \$ 50, ma il prezzo di apertura sul NYSE potrebbe essere \$ 60.”

Il prezzo di riferimento delle azioni di Spotify fissato dagli analisti finanziari era di \$ 132,00, ma i market maker hanno stabilito il prezzo di apertura a \$ 165,90 (Farrell, Osipovich & Steele, 2018). Se gli azionisti avessero venduto ai market maker prima dell'apertura al prezzo di riferimento, si sarebbe verificato un underpricing di \$ 33,90. Di fatto, 5.6 milioni di azioni sono state negoziate al prezzo di apertura, ovvero il 5% del numero totale disponibile per lo scambio. La maggioranza degli azionisti di Spotify, tuttavia, ha atteso fino

alla negoziazione per vendere le loro azioni. Questa decisione comportava un rischio perché il prezzo poteva diminuire, ma gli azionisti avevano la possibilità di vendere al prezzo di mercato. Pertanto, sebbene l'emittente non abbia lasciato alcun soldo sul tavolo, i suoi azionisti possono ritenere che le loro azioni siano state sottovalutate.

3.5 Conclusioni.

Dato il successo di Spotify, è possibile che le inserzioni dirette diventino sempre più popolari. Mentre Spotify ha dimostrato che una quotazione diretta è una valida alternativa a una IPO sottoscritta, il processo non è certamente giusto per ogni emittente. Il successo della quotazione diretta di Spotify è dovuto al fatto che è una società ben capitalizzata senza necessità immediata di raccogliere ulteriore capitale, ha una base di azionisti ampia e diversificata che può fornire liquidità sufficiente dal lato dell'offerta il primo giorno di negoziazione, oltre a un marchio ben noto e un modello di business facilmente comprensibile. Inoltre, i fondatori, il consiglio di amministrazione e il senior management di Spotify si sono dimostrati a proprio agio nel non avere alcun coinvolgimento nello stabilire una valutazione di mercato e il "prezzo al pubblico" iniziale delle azioni di Spotify. Le aziende che non condividono questi tratti potrebbero non essere idonei per un elenco diretto.

La SEC dovrebbe adottare e promuovere elenchi diretti perché questo metodo promuove tutti e tre i poli della missione dichiarata della SEC: (i) proteggere gli investitori, (ii) mantenere mercati equi, ordinati ed efficienti e (iii) facilitare la formazione di capitale.

L'elenco diretto di Spotify ha incoraggiato Slack, una società di messaggistica professionale, a perseguire la propria quotazione diretta e Airbnb potrebbe intraprendere lo stesso percorso (Schleifer, 2018). Per accogliere Spotify, il NYSE ha adottato frettolosamente regole per consentire le quotazioni dirette

(Brady, Korff & Zeidel, 2018). Il Nasdaq, da sempre in concorrenza con il NYSE per nuove società interessate alla quotazione in uno scambio nazionale, e storicamente lo scambio privilegiato tra le società tecnologiche, da allora ha adottato il proprio set di regole per consentire elenchi diretti (Clarkin, Downes & Shea, 2019). L'adozione da parte del Nasdaq di regole di quotazione diretta segnala che più aziende potrebbero essere interessate e che le quotazioni dirette possono guadagnare trazione.

Conclusioni

Nel lavoro di ricerca sono stati presentati gli aspetti fondamentali riguardanti le Initial Public Offerings ed è emerso che il costo indiretto più importante correlato alla quotazione è il livello di underpricing del titolo oggetto di offerta. Nel primo capitolo, si è esaminato l'underpricing attraverso una pluralità di modelli, i più accreditati dei quali si basano sul concetto di asimmetria informativa. Tra questi, bisogna ricordare la teoria della segnalazione di Allan e Faulhaber (1989), la teoria della maledizione del vincitore (“*winner's curse*” Rock, 1986) e la teoria del *market feedback* (Ritter, 1998). La prima muove dall'assunto che le imprese abbiano informazioni, circa la qualità dei loro progetti d'investimento, non accessibili da parte degli investitori esterni. In particolare, si fa riferimento al caso in cui gli investitori non sappiano riconoscere un'emissione di alto livello da una di basso livello e gli emittenti di qualità superiore decidono di segnalarsi attraverso un prezzo di collocamento più basso generando un livello di underpricing, la cui replica risulti sconveniente per i loro competitors di livello inferiore. Il secondo modello si riferisce all'asimmetria informativa esistente tra gli investitori e giustifica l'underpricing nella misura in cui riesca a fornire un compenso agli investitori meno informati che decidano comunque di partecipare alle IPO. L'ultima teoria scientifica fa riferimento ad una situazione in cui sono gli investitori ad essere più informati degli emittenti. In tale caso, l'underpricing è lo strumento con il quale l'intermediario compensa gli investitori per le informazioni che questi ultimi rivelano riguardo la percezione che il mercato ha della società emittente. Sono state poi formulate altre spiegazioni basate sul conflitto d'interesse esistente fra emittente e banca d'investimento. Quest'ultimo è incentivato a fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre i costi e l'impegno nella fase di *marketing* e di distribuzione dei titoli, mentre l'emittente è interessato a massimizzare il ricavato del collocamento fissando un prezzo di emissione il

più elevato possibile (Baron e Holmstrom, 1980). Nel capitolo 2, si è trattata una modalità di quotazione alternativa, il Direct Listing, sviluppatasi in questi ultimi anni, sulla quale le Borse e le autorità di regolamentazione stanno lavorando a stretto contatto e che potrebbe rivoluzionare il mondo delle IPO. Sebbene alcune caratteristiche siano simili, nella procedura di *Direct Listing* ci sono alcune differenze che la rendono addirittura più efficiente rispetto ad una IPO. La prima riguarda il fatto che la società non fa affidamento agli *underwriter* per la distribuzione delle azioni con una conseguente riduzione dei costi per l'operazione poiché come è stato dimostrato precedentemente, la retribuzione degli intermediari rappresenta la spesa più grande che grava sull'emittente in una IPO. Ciò implica però un maggior rischio per la società, non potendo gli intermediari intervenire nell'*aftermarket* per svolgere l'attività di stabilizzazione del prezzo. La seconda è che nella quotazione diretta, mancando la sottoscrizione di nuove azioni, la posizione degli azionisti non viene diluita. L'ultima differenza risiede nel fatto che gli azionisti possono decidere se liquidare completamente o parzialmente la loro quota e per tale motivo, in un *Direct Listing*, non può essere presente alcun lockup period che limiti per gli azionisti la possibilità di alienare le loro azioni. Nel terzo capitolo, è stato analizzato il successo del Direct Listing di Spotify, la prima società ad aver intrapreso tale percorso, ed è emerso come tale evento abbia costituito un punto di svolta per l'intero sistema con cui le società si quotano in Borsa. Tuttavia, la Quotazione Diretta non rappresenta una possibilità concreta per tutte le tipologie di società ma è adatta solamente a società private che non hanno un bisogno immediato di raccogliere capitali e desiderano fornire liquidità agli azionisti esistenti, ma al contempo devono possedere azioni sufficienti per mantenere un mercato liquido ed essere sufficientemente note per guadagnare copertura sulla ricerca azionaria dopo la loro quotazione (Dean, 2018). Spotify è stato il candidato ideale poiché possedeva tali caratteristiche. Infine, si è visto come la società sia riuscita a risparmiare milioni di dollari in

commissioni di sottoscrizione quotandosi a circa un terzo del costo di una IPO simile e, ancora di più in underpricing. Infatti, per l'emittente non c'è stato underpricing nel senso di "denaro rimasto sul tavolo" poiché non sono state emesse nuove azioni; tuttavia, gli azionisti esistenti hanno avvertito gli stessi effetti tipici della sottovalutazione (Coffee, 2018).

Bibliografia

- Aa.Vv. (2016), “Dalla strategia al piano. Elementi informativi e di supporto”, Giappichelli, Torino, pp. 282-286.
- Allen F. e Faulhaber G.R. (1989), “Signaling by Underpricing in the IPO Market”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 303-323.
- Arman T. (2019), “TechCrunch Conversations: Direct Listings”, TechCrunch.
- Bannister A., Holmes H. (2019) “A current guide to direct listings”, Gibson Dunn LLP.
- Barinka A. (2018), “Fewer Spotify Shares Sold Than Expected in Unusual Listing”, Bloomberg.
- Baron D.P. (1982), “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, *The Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 955-976.
- Baron D.P. e Holmstrom B. (1980), “The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem”, *The Journal of Finance*, Vol. 35, pp. 1115-1138.
- Beatty R. e Ritter J.R. (1986), “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.
- Brady A., Korff P. & Zeidel M. (2018), “New NYSE Rules for Non-IPO Listings”, *Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.*
- Brau J.C. e Fawcett S.E. (2006), “Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications”, *The Journal of Applied Corporate finance*, n.18, pp. 107-117.
- Brealey R.A. e Myers S.C. (1996), “Principles of Corporate Finance”, McGraw-Hill, New York.

- Chen H.C. e Ritter J.R. (2000), “The Seven Percent Solution”, *The Journal of Finance*, n.55, pp. 1105-1132.
- Clarkin C.M., Downes R.W. & Shea J.M. (2019), “Updated Nasdaq Requirements for Direct Listings”, *Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.*
- Coffee J.C, Jr. (2018), “The Spotify Listing: Can an “Underwriter-less” IPO Attract Other Unicorns?”, *CLS Blue Sky Blog*.
- Cohen B., Jaffe M., Lu M., Rodgers G. and Williams J. (2019), “Evolving Perspectives on Direct Listings after Spotify and Slack”, *Latham & Watkins LLP*.
- Correia da Silva L. et al. (2006), “The Cost of Raising Capital: An international Comparison”, *Oxera, London*.
- Dean J. (2018), “Spotify Calls the Tune with Low-Cost Float”, *The Times*, at 40.
- Denenberg A.F., Fausten M. and Truesdell R.D. (2019), “NYSE Direct Listing Proposal”, *Davis Polk & Wardwell LLP*.
- Draho J. (2004), “The IPO decision. Why and How companies go public”, *Edward Elgar Publishing Limited, UK*.
- Fan J.S. (2016), “Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy”, *57 B.C. L. Rev.*, pp. 583, 584.
- Farrell M. (2018), “Spotify to Sell About a Third of Shares”, *Wall St. J.*, at B14.
- Farrell M. & Dulaney C. (2018), “Spotify’s Slump Raises Listing Questions”, *Wall St. J.*, at B1.
- Farrell M., Osipovich A. & Steele A. (2018), “Spotify’s Splashy Debut Pressures Banks”, *Wall St. J.*, at A1.
- Farrell M. & Steele A. (2018), “Spotify Registers for NYSE Listing”, *Wall St. J.*, at B3.

- Farrell M., et al (2018), “Live Analysis: Spotify’s IPO Investor Day”, Wall St J.
- Fazioli R. (2013), “Economia delle public utilities”, Webster, Padova.
- French D.W., Kern A.E., Morillon T.G. & Yore A.S. (2018), “How Exchange Listing Affects Corporate Governance”, CLS Blue Sky Blog.
- Grabar N., Lopez D. & Basham A. (2018), “A Look Under the Hood of Spotify’s Direct Listing”, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.
- Hansen R. (2001), “Do Investment Banks Complete in IPOs?: The Advent of Seven Percent Plus Contract”, The Journal of Financial Economics, n.59, pp. 313-346.
- Henry M.K. Mok e Y.V. Hui (1998), “Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai”, Pacific-Basin Financial Journal, Vol. 6, pp. 453–474.
- Horton B.J. (2019), “Spotify’s Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?”, 72 SMU L. Rev. 177.
- Ibbotson R.G. (1975), “Price Performance of Common Stock New Issues”, The Journal of Financial Economics, Vol. 2, pp. 235-372.
- Ibbotson R.G. e Jaffe J.F. (1975), “Hot Issue Markets”, The Journal of Finance, Vol. 30, pp. 1027-1042.
- Ibbotson R.G. e Ritter J.R. (1995), “Initial Public Offerings”, North-Holland Handbooks in Operations Research and Management Science, Vol. 9, Cap. 30.
- Jaffe M.D, Rodgers G. and Gutierrez H. (2018), “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing”, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.
- J.P. Morgan (2018), “Corporate Finance Advisory Trending Topics”, A 1H 2018 Compendium.

- Kecskés A. (2018), “Spotify’s Direct Listing in the U.S. and Lessons from the UK”, CLS Blue Sky Blog.
- Lazzari V., Geranio M. (2003), “Il mercato delle Initial Public Offering nell’Europa continentale”, Quaderni di ricerche, n. 32.
- Lemke T.P. (1986), “The SEC No-Action Letter Process”, The Business Lawyer, Vol. 42, pp. 1019-1044.
- Levine M. (2018), “Going Public to Buy Back Stock”, Bloomberg.
- Licht A.N. (2000), “Genie in a Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions”, Colum. Bus. L. Rev. 51, 58.
- Loughran T., Ritter J.R. e Rydqvist K. (1995), “Initial Public Offerings: International Insights”, Pacific-Basin finance Journal, n.3, pp. 139-140.
- Mandelker G., Raviv. A. (1977), “Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts”, The Journal of Finance, n. 32, pp. 683-694.
- Mazzoleni A. (2016), “Il finanziamento all’impresa. La scelta tra debito e capitale”, Franco Angeli, Milano.
- McClane J.R. (2018), “Spotify IPO This Week May Upend How Startups Raise Capital”, Business Law Prof. Blog.
- Myers S.C. (1984), “The Capital Structure Puzzle”, The Journal of Finance, Vol. 39, pp. 575-592.
- Myers S.C. e Majluf N.S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”, The Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 187-221.
- Newman J.M. (2013), “Copyright Freeconomics”, 66 Vand. L. Rev., pp. 1409-1439.
- Oh P.B. (2007), “The Dutch Auction Myth”, Wake Forest Law Review, Vol. 42, pp. 853-855.

- Ok-Rial Song (2002), “Hidden Social Costs of Open Market Share Repurchases”, 27 Iowa J. Corp. L. 425, pp. 431–51.
- Panzarini E. (2007), “Il contratto di opzione”, Vol. 1, Giuffrè, Milano.
- Renaissance Capital IPO Intelligence (2017), “2017 IPO Market: Good, But Not Great”, Renaissance Capital.
- Renaissance Capital IPO Intelligence (2018), “Mega Deals Drive Biggest First Quarter in a Decade”, Renaissance Capital.
- Ritter J.R. (1984), “The Hot Issue Market of 1980”, The Journal of Business, Vol. 57, pp. 215-240.
- Rock K. (1986), “Why New Issues Are Underpriced”, The Journal of Financial Economics, Vol. 15, pp. 187-212.
- Sanchez D. (2017), “Exclusive Report: Spotify Artist Payments Are Declining In 2017”, Data Shows, Digital Music News.
- Sawers P. (2011), “Spotify: The story so far”, TNW.
- Schleifer T. (2018), “Airbnb and Slack are Considering Untraditional IPOs that Box Out Bankers Like Spotify Did”, Recode.
- Shiller R.J. (1990), “Speculative Prices and Popular Models”, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, pp. 55-65.
- Sisario B. & Phillips M. (2018), “Spotify’s Wall Street Debut Is a Success”, N.Y. Times.
- Sisario B. and Phillips M. (2018), “Spotify’s First Day on Wall Street Is a \$26.5 Billion Success”, N.Y. Times.
- Sorkin A.R. (2017), “Seeking the True Value of Unicorns”, N.Y. Times.
- Tiernan R. (2018), “Spotify’s Inefficient Market Could Persist for a While”, Barron’s.
- Verret J.W. (2016), “Uber-ized Corporate Law: Toward a 21st Century Corporate Governance for Crowdfunding and App-Based Investor Communications”, 41 J. Corp. L. 927, 954 n.111.

- Welch I. (1989), “Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings”, The Journal of Finance, Vol. 44, pp. 421-449.
- Wilmot S. (2017), “Spotify, Like Google, Wants to Reinvent the Tech IPO”, Wall St. J.
- Wittenstein J. & Singer D. (2018), “Spotify Analysts Are Falling for a Stock that Hasn’t Traded Yet”, Bloomberg.
- Zanki T. (2018), “Spotify Touts Transparency of Direct Stock Listing”, LAW360.

Sitografia

- www.borsaitaliana.it
- www.consob.it
- www.nyse.com
- www.sec.gov
- www.treccani.it
- www.thomsonreuters.com
- www.spotify.com