



Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

L' offerta pubblica iniziale e il caso di Airbnb

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Pietro Romano (231211)

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

*Ai miei genitori,
per avermi permesso di frequentare i migliori corsi di studi.*

*A mia sorella,
su cui ho potuto sempre fare affidamento.*

*Alle meravigliose persone incontrate durante questo percorso,
per avermi supportato e voluto bene.*

*A mia nonna,
per aver speso molti anni della sua vita per rendermi il ragazzo che sono oggi.*

A lei dedico questa tesi.

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1 - Le principali caratteristiche di una IPO	7
1.1 Perché quotarsi?.....	7
1.2 Il processo e i suoi protagonisti.....	9
1.3 Clausole e opzioni.....	14
1.4 Post Quotazione.....	15
1.4.1 Hot Issue Markets.....	15
1.4.2 Underpricing iniziale.....	16
1.4.3 Under performance di lungo periodo.....	16
1.4.4 Dilemma.....	17
1.4.5 L'underpricing e la liquidità nell'aftermarket.....	17
1.4.6 Conflitti di agenzia e variazione di underpricing.....	18
CAPITOLO 2 - La valutazione aziendale	20
2.1 Metodo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri.....	20
2.2 Metodo dei multipli di mercato.....	21
2.3 Economic Value Added.....	22
2.4 Il processo di valutazione.....	23
2.5 Pitch.....	24
2.6 Due Diligence.....	24
2.7 Pre-marketing.....	25
2.8 Bookbuilding e Pricing.....	26
2.9 Determinazione dell'intervallo di prezzo.....	28
CAPITOLO 3 - il caso di Airbnb	31
3.1 Modello di Business.....	32
3.1.1 Value Proposition.....	32
3.1.2 Key partners.....	35
3.1.3 Key activities.....	36
3.1.4 key resources.....	36
3.1.5 Customer segments.....	37
3.1.6 Channels.....	37
3.1.7 Customer relationships.....	38
3.1.8 Revenue.....	39
3.1.9 Cost structure.....	40
3.2 L'IPO di Airbnb.....	42

3.3 Categoria di azioni.....	44
3.3.1 Diritti di voto.....	44
3.3.2 Diritti sui dividendi.....	45
3.3.3 Conversione delle azioni.....	45
3.3.4 Uso dei proventi.....	45
3.3.5 La sottoscrizione.....	46
3.3.6 La clausola di lock up.....	47
3.4 COVID-19 e impatto sul business.....	48
3.4.1 Geographic Mix.....	51
3.5 Analisi Finanziaria.....	52
3.5.1 EBITDA rettificato.....	53
3.5.2 Flusso di cassa libero.....	54
3.5.3 Prestiti.....	55
3.5.4 Liquidità.....	58
3.5.5 Effetto dei tassi di cambio.....	60
3.6 Risposta al futuro.....	60
3.7 Dati Finanziari.....	63
CONCLUSIONI.....	70
BIBLIOGRAFIA.....	72
SITOGRAFIA.....	72

INTRODUZIONE

Sul mercato azionario primario l'offerta privata è orientata verso determinati investitori quasi esclusivamente istituzionali. I potenziali investitori sono contattati attraverso un intermediario e queste operazioni non vengono pubblicizzate. L'offerta pubblica ha come finalità la distribuzione del titolo ad un vasto pubblico. Quest'ultimo tipo di offerta è molto costosa per via degli obblighi di informazione e dei costi di promozione che sono maggiori. Le offerte pubbliche si dividono in seasoned equity offerings e initial public offering. Nelle prime si realizzano le offerte al verificarsi di un aumento di capitale in società che già sono quotate e che vantano una reputazione solida. Nelle IPO l'offerta si realizza invece, per la prima volta e l'emittente non ha ancora la fiducia dell'investitore. La reputazione dell'intermediario può aiutare l'azienda a piazzare i titoli. Per poter accedere all'offerta la società che la propone deve richiedere per prima l'ammissione alla negoziazione in borsa, dal momento che questa avviene la società si espone, in maniera consapevole, al confronto con le altre società presenti sul mercato. Il commitment dato al mercato è molto forte ed è per questo che gli organismi aziendali effettuano un'analisi preventiva dei costi, e sui rischi e benefici connessi alla quotazione. Durante questa analisi l'intermediario svolge un ruolo fondamentale per le operazioni di determinazione tecnica dell'emissione, il controllo dell'adeguatezza delle informazioni, e della presentazione dell'operazione nei principali centri. Un'impresa può quotarsi per varie motivazioni: istituzionali, strategiche o finanziarie. Nel primo caso si cerca di creare un mercato che fornisca un prezzo di riferimento delle proprie azioni, per facilitare la liquidazione delle proprie quote da parte dei propri soci. In questo modo si facilita la successione imprenditoriale nel caso in cui l'imprenditore fondatore voglia ritirarsi e non abbia eredi che continuino il suo operato. Le motivazioni finanziarie riducono o stabilizzano il costo del capitale attraverso la raccolta di finanziamenti per investimenti futuri e la diversificazione delle fonti di finanziamento. Un'immagine positiva dell'azienda può avere effetti positivi sia sul costo dei mezzi di terzi, che sul credit standing. Le motivazioni strategiche riguardano l'infittirsi dei rapporti con la comunità finanziaria e l'aumento del prestigio dell'azienda. L'ammissione nelle quotazioni(listing) viene richiesta solitamente nel paese che è maggiormente interessato al prodotto/servizio, in altri casi la quotazione è eseguita in risposta diretta ad una società concorrente. Inoltre, la quotazione in un determinato paese presuppone la volontà dell'impresa ad impegnarsi nello stato e ciò può scoraggiare eventuali provvedimenti protezionistici. Nel primo capitolo si cercherà di descrivere globalmente l'operazione di IPO e lo scopo sarà quello di informare circa le sue principali caratteristiche, quali siano i benefici o i costi della quotazione, quali siano le clausole e le opzioni che intervengono e quali siano i fenomeni che intervengono a seguito della quotazione con particolare attenzione al fenomeno dell'underpricing. Il secondo capitolo introdurrà il concetto di valutazione aziendale con i relativi metodi per giungere al pricing dei titoli collocati, per poi continuare analizzando le fasi del processo di quotazione. Il terzo capitolo è un case study relativo ad Airbnb, l'azienda nel dicembre del 2020 si è quotata sul NASDAQ per la prima volta. Lo studio è stato realizzato attraverso inizialmente un modello di Canvas al fine di avere una visione generale e schematica del modello di business dell'azienda, per poi

entrare nel vivo della discussione che coinvolge l'IPO e ciò che ne consegue. La scelta di Airbnb piuttosto che un'altra azienda è giustificata dal fatto che l'IPO si è conclusa durante la pandemia COVID-19 e a tal proposito discuteremo dell'impatto che ha avuto sul suo business. L'operazione ha permesso alla società di raccogliere più di quanto si aspettasse in un momento di grave crisi che stava e sta affrontando il settore. Dal risultato di questa offerta però si può dedurre che ci sia molta fiducia nel futuro dell'azienda, consapevole del fatto che le persone rinunceranno difficilmente a viaggiare modificando piuttosto le proprie abitudini come registrato subito dopo l'avvento della pandemia con l'affitto di abitazioni vicine al luogo di partenza dell'ospite. Nel terzo capitolo, inoltre, si affronta il tema delle categorie di azioni emesse, della situazione finanziaria e delle soluzioni che l'azienda intende adottare in futuro.

CAPITOLO 1 - Le principali caratteristiche di una IPO

L'offerta pubblica iniziale o IPO (initial public offering) è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che si quota per la prima volta in un mercato regolamentato.

L'impresa ha la possibilità di scegliere tre possibili modalità per offrire il capitale azionario:

- l'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), gli investitori sottoscrivono azioni di prima emissione;
- l'offerta pubblica di vendita (OPV), prevede di vendere le azioni già esistenti e appartenenti agli azionisti;
- l'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS), uso congiunto delle modalità precedenti.

La sostanziale differenza tra le prime due risiede nell'incasso generato per la società.

Nel caso dell'OPS il collocamento porta ad un aumento di capitale ed una raccolta di capitale positiva per l'impresa (FC in entrata), mentre nel caso dell'OPV vi è unicamente la raccolta di liquidità per gli offerenti (FC positivo per i vecchi azionisti). Per il collocamento in borsa dei titoli, sono tre le metodologie più usate: bookbuilding, asta e offerta a prezzo fisso. La prima, è la più diffusa, prevede la formazione della quantità di offerta e del prezzo mediante l'uso della domanda espressa dagli investitori istituzionali. L'azienda raccoglie in un libro tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali ordinati secondo il prezzo, la priorità temporale oppure la dimensione. In questo modo si ottiene la curva di domanda per i singoli livelli di prezzo e i diversi volumi richiesti.

1.1 Perché quotarsi?

Un'azienda dovrebbe quotarsi se da ciò trae benefici. La quotazione in borsa si presenta principalmente per ovviare al costante problema di fundraising (ricerca di capitali), palesandosi come canale di finanziamento e andando a modificare gli equilibri precedenti a livello di struttura manageriale, struttura proprietaria, anche tutta la rete di rapporti intessuti con i fornitori, clienti, dipendenti e, più in generale, con gli stakeholders coinvolti nell'impresa. I benefici che derivano da questa operazione sono di varia natura. I benefici fiscali riguardano il reperimento di nuovo capitale in modo da aumentare il prestigio dell'azienda grazie al miglioramento dello standing creditizio (minor costo del finanziamento bancario). Si può associare ciò al ridimensionamento della struttura finanziaria dell'impresa, con l'obiettivo di ridurre l'indebitamento e di conseguenza il costo del debito. La quotata può accedere al capitale di rischio a costi inferiori e in modo più agevole rispetto una società non quotata. Attraverso il capitale raccolto si potrebbero verificare finanziamenti per una crescita esterna attraverso possibili acquisizioni, o crescita interna attraverso nuovi investimenti. Il titolo quotato assume valenza di mezzo di pagamento o di scambio per eventuali operazioni di carattere straordinario come fusioni e acquisizioni. La possibilità di quotarsi va confrontata anche con l'andamento del ciclo finanziario, traendo vantaggi dall'andamento dei prezzi sul mercato. I benefici operativi rafforzano l'immagine aziendale poiché l'impresa deve rispettare una molteplicità di obblighi di tutela per l'investitore finale, spesso soggetto debole durante la quotazione. Questo grado di disclosure si raggiunge attraverso la richiesta di una maggiore trasparenza. La quotazione favorisce l'accesso di nuovi soci privati nell'impresa in

particolare di investitori istituzionali che partecipano alla gestione operativa azienda, ciò è raffigurabile come una leva di marketing ampliando il mercato potenziale e fungendo da certificato circa la qualità dell'impresa verso clienti e fornitori. I benefici organizzativi o listing sono dovuti all'accesso ai mercati regolamentati, nei quali occorre rispettare determinati requisiti e dotarsi di schemi di gestione aziendale e di programmazione e controllo più efficienti, rafforzando la struttura per l'ingresso in borsa. La maggior efficienza quindi nel suo impianto di funzionamento può giovare indirettamente ai suoi stessi investitori portando ad un vantaggio competitivo. L'impresa deve dotarsi di adeguati mezzi per la gestione dei flussi informativi interni ed esterni (verso il mercato) potendo procurare anche effetti positivi sulla gestione. Possono infine essere più facilmente implementati piani di incentivazione con assegnazione di azioni e stock option a dipendenti e manager, volti ad allineare i loro obiettivi a quelli generali dell'impresa. Gli altri benefici sono legati a ciò che fino alla quotazione erano strumenti finanziari non negoziabili in mercati regolamentati, che oltre a diventare oggetto di transazioni, permettono al titolare di liquidare il proprio investimento quando lo ritiene opportuno. La neo quotata può autorizzare delle operazioni di varia natura, usando nel pagamento una forma alternativa di denaro, le azioni. In particolare, i molteplici steps che devono obbligatoriamente essere superati per ottenere l'accesso al mercato dei capitali, quali tra gli altri il delicato processo di Due Diligence e l'approvazione ufficiale da parte dell'organo competente, rassicurano clienti e fornitori circa la sua solidità aziendale e la correttezza dei dati divulgati. Per la quotazione subentrano inoltre costi di varia natura che sono sostenuti dall'impresa non solo sul momento, ma anche nei successivi anni. I costi diretti di quotazione riguardano le spese per consulenze legali e strategiche fornite dai professionisti e le pratiche amministrative (le modifiche statuarie ad esempio). Nel collocamento dei titoli sul mercato va considerato: il compenso per l'intermediario posto a garantire l'offerta (underwriter), con una percentuale che varia solitamente dal 3% al 7% del capitale offerto, i costi di marketing relativi alla promozione dell'offerta, i road show e la diffusione del prospetto informativo fra i potenziali investitori. La società di borsa richiede una somma sia al momento di inserimento nel listino, sia negli anni successivi (proporzionale al volume di scambi). L'azienda potrebbe subire il costo di underpricing, ovvero il costo opportunità di azioni cedute ad un valore inferiore rispetto a quello riconosciuto dal mercato. I costi indiretti a differenza dei primi sono costi indotti dallo stato di impresa quotata. Inizialmente la quotazione necessita all'interno dell'azienda di un servizio di investor relation (inizialmente non presente), che dovrà occuparsi della produzione informativa minuziosa e costante al mercato e più in generale alla comunità finanziaria. Gli investitori della quotata sono interessati maggiormente al rendimento di medio-breve periodo sul capitale che hanno investito, piuttosto che al successo di lungo periodo. Gli investimenti nel lungo periodo possono essere disincentivati per via della riduzione immediata dell'utile di bilancio e quindi dei dividendi distribuiti dall'azienda minori. Questo comportamento provoca un indebolimento dell'impresa riguardo la capacità di essere competitiva sul lungo termine. Anche il maggior flusso di informazione verso l'esterno può arrecare danno all'impresa che perde vantaggio competitivo rispetto ai competitor. La divulgazione di informazioni strategiche ha reso obbligatorio rendere note informazioni, che ex ante erano gestite privatamente e non dovevano essere divulgate. La disclosure e perdita di privacy non si

verifica solo in sede di prima emissione ma con continuità, quale requisito essenziale per mantenere lo status di quotata. Maggior attenzione alla compliance:

«l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi»

[Comitato per la corporate governance, Borsa Italiana S.p.a.] (codice autodisciplina 2006).

Altri costi sono dovuti all'andamento del mercato, le attività speculative o le fluttuazioni dovute all'andamento congiunturale del mercato azionario possono ingiustamente abbassare il prezzo dell'azione o ridurre la liquidità delle stesse. Il prezzo che dovrebbe essere espressione oggettiva del valore dell'azienda dipende anche da avvenimenti esogeni, che colpiscono il mercato. Infine, non va sottovalutata la naturale ridefinizione dell'assetto proprietario e la riformulazione della figura dell'azionista di maggioranza a seguito della quotazione, si potrebbe verificare una perdita di controllo o di blockholder, cioè di una partecipazione azionaria, i soci grazie ad essa esercitano il diritto di voto e influenzano l'azienda con la presa di decisioni, mentre i manager hanno degli interessi principalmente nel breve periodo, che potrebbero risultare negativi per l'azienda su orizzonti temporali più ampi. In particolar modo se si parla di azionariato diffuso, quindi privo di forza decisionale, può facilitare fenomeni di hostile takeover (Un'acquisizione ostile è l'acquisizione di una società bersaglio da parte di un'altra acquirente che si compie direttamente dagli azionisti della società o lottando per sostituire la gestione per far approvare l'acquisizione. Un'acquisizione ostile può essere realizzata attraverso un'offerta pubblica di acquisto o una lotta per procura). Gli azionisti controllanti cercano di cautelare la propria posizione nell'azienda dopo l'ingresso in borsa e non vedono di buon occhio gli azionisti di minoranza, poiché potrebbero condizionare in negativo la gestione dell'azienda. Altre aziende potrebbero giovare della presenza di azionisti quali fondi di investimento e società finanziarie, che si concretizza con la diffusione di informazioni e analisi sul valore dell'impresa (research coverage), monitorandone l'efficienza. Non è detto che quotarsi in borsa sia sempre un vantaggio, la speculazione come anticipato può rovinare anche le aziende sane, oltre ai vincoli da rispettare, costi da sostenere per la negoziazione in borsa dei titoli. Aziende come la Ferrero non necessitano di essere quotate perché riescono a raccogliere capitali per finanziare la crescita senza problemi, non necessitano quindi della vendita di azioni per finanziarsi. Oltre alla quotazione non va dimenticato che esistono altri modi per l'accesso al mercato del capitale, basti pensare ad un bond o ad altri strumenti finanziari.

1.2 Il processo e i suoi protagonisti

«Un'IPO si sviluppa attraverso un processo multifasico, in cui i differenti steps sono passaggi obbligati nella "catena del valore" che porta alla quotazione»

[Lombardo (2011)].

«Il processo di Professionalization è uno step obbligato la cui conduzione, più o meno efficiente, può condizionare il successo o il fallimento dell'azienda quotata. Si concretizza in diverse attività:

1. Un'opera, promossa dal senior management, la ristrutturazione organizzativa della società affinché sia adatta per i mercati borsistici;
2. Sistema contabile capace di fornire costantemente agli investitori una documentazione cristallina con cadenza regolare;
3. Formazione di un sistema di compensazione per i dipendenti, con schemi su incentivi, per allineare gli interessi personali agli obiettivi aziendali;
4. L'assunzione e formazione di professionisti con precedenti nel settore del Going Public, non solo nella fase di successiva gestione dell'impresa.»

[Draho (2004)].

Nell'offerta pubblica iniziale vengono coinvolte figure diverse, tra le quali spiccano il global coordinator, lo sponsor (rappresentato spesso dallo stesso global director), il consulente finanziario (advisor), lo specialist, chi opera nel consorzio di collocamento e gli studi legali. Figure rilevanti sono gli advisor: nella fattispecie per l'assistenza e supporto sono l'underwriter, l'auditor ed il consulente legale. La capacità di portare il processo a termine avviene ingaggiando l'underwriter (l'intermediario finanziario sottoscrittore di titoli azionari e obbligazionari da società emittenti) che detiene il know-how della fase di prima emissione, svolgendo un servizio di verifica in merito alla veridicità e attendibilità delle informazioni societarie, e di guida nel tortuoso iter legale. Questa figura riveste un ruolo chiave e la sua abilità nel collocamento titoli influenza l'intero successo dell'IPO. L'intermediario è anche direttamente influenzato dal risultato nella fase di collocamento, il suo compenso viene calcolato sulla base della buona riuscita della stessa. Predispone un progetto che illustri la fattibilità dell'operazione con il supporto dell'emittente che lo ha individuato, indicando la quantità e la tipologia di azioni che verranno emesse. La relazione con l'issuer deve avvenire in modo accorto e funzionale, al fine di creare un clima di cooperazione, fra partner, nonostante fra le parti vi sia un rapporto di dipendenza. Il lead underwriter (consorzio di collocamento) riferito ad una banca d'investimento o ad una organizzazione finanziaria sottoscrive la transazione, il che significa che si sono assunti il rischio di distribuire i titoli. Per la selezione del sottoscrittore più adatto si osserva il palmares del numero di IPO per le quali hanno prestato servizio, in termini qualitativi e quantitativi o se si preferisce l'abilità degli stessi per quanto concerne il deal flow. Il numero di IPO per le quali hanno prestato servizio da un punto di vista qualitativo e quantitativo, o meglio il deal flow porta alla selezione del sottoscrittore più adatto. La selezione o beauty contest (bake-off) è una modalità grazie la quale si giunge all'allocazione, in modo efficiente, di risorse verso coloro che le possono utilizzare, fornendo alle risorse stesse un valore economico e finanziario che sia il maggiore possibile. Si concretizza nella possibilità, per tutti i soggetti partecipanti di concorrere, redigendo una presentazione formale (pitch book) del proprio profilo sociale dove si evidenziano i punti di forza. È un mezzo per conoscere diverse banche d'investimento in relazione alla selezione del consulente finanziario, sottoscrittore per una potenziale operazione. Il bookrunner, termine che si riferisce al sottoscrittore

principale (coordinatore nell'emissione) svolge una triplice funzione nel mercato primario. Le banche di investimento che normalmente ricoprono questa posizione: in primis esse si adoperano fin dal principio per impostare l'intero processo di quotazione, sia in termini di predisposizione del prospetto informativo che di preparazione delle condizioni applicabili all'offerta e grazie al lavoro svolto dal bookrunner, si possono stimare le curve di domanda e offerta dei titoli offerti, giungendo alla determinazione del prezzo di collocamento; la seconda funzione riguarda la banca che si fa carico, durante la sottoscrizione, di alcuni (o tutti) dei rischi associati all'operazione di collocamento. Il successo dell'underwriter e il suo riconoscimento, viene misurato attraverso il successo dell'IPO che se condotta con successo non comporta titoli invenduti; la fase finale di distribuzione può riguardare o l'adempimento degli ordini ricevuti o una più laboriosa attività di marketing presso gli investitori. La qualità del lead underwriter si concretizza nelle capacità commerciali ed un'ottima rete distributiva. L'underwriter può farsi assistere da altri soggetti per espletare tutte le funzioni. I bookrunner si occupano di raccogliere gli ordini che vengono effettuati in merito all'acquisto/sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali circa i titoli oggetto di offerta (ciò consente di costruire le curve di domanda e offerta dei titoli, contribuendo alla determinazione del prezzo di collocamento) e in alcune nazioni formano dei consorzi di collocamento anche chiamati syndacate per supportare il key figure (underwriter). Tra i soggetti coinvolti vi sono i co lead managers, banche d'investimento molto simili alla principale e con ruoli di spicco, rispetto agli altri soggetti del consorzio. Gli intermediari nel consorzio svolgono diversi compiti, tra cui una mera funzione di sottoscrizione titoli, quanto di marketing (solitamente fatta dal book maker), non c'è però una netta demarcazione tra le due attività. In fase post si avvia l'attività di stabilizzazione del prezzo e l'inclusione di altri intermediari se necessari nella compagine del consorzio. È attività core del sindacato la ricerca della massimizzazione del profitto derivante dall'offerta pubblica iniziale. Il consorzio a seguito di questo sforzo verrà remunerato con parte (percentuale) del valore raccolto dall'operazione di quotazione, da qui l'importanza di eccellere nella fase di valutazione e piazzamento dei titoli. La modalità di retribuzione chiamata gross fee o gross spread si trovano tra i costi diretti che l'emittente dovrà pagare. Il Prospetto informativo (seguito da una fase di marketing), in questo ragionamento si palesa come secondo passaggio obbligatorio nella strada per la quotazione. Per ciò che concerne il marketing la più usata è la forma dei cosiddetti road show per sponsorizzare l'offerta pubblica di acquisto presso gli investitori. In questo momento la società che sta per essere quotata sul mercato azionario viene presentata ufficialmente agli analisti e agli investitori istituzionali nelle principali piazze finanziarie. L'emittente deve effettuare un'efficace campagna commerciale, che deve suscitare curiosità e interesse circa la società che intende quotarsi. Con ciò può aversi o meno successo. Durante i road shows è tassativamente vietato divulgare le nuove informazioni rispetto a quelle già rese note nella stesura del prospetto informativo preliminare. La finalità è quella di fornire le informazioni essenziali senza fornirne di ulteriori e rimarcare i caratteri più importanti per avvicinare più investitori. Il marketing, nelle forme di cui già si è parlato (attraverso road show o altra forma di propaganda), è bene specificare in cosa consiste effettivamente questa delicata fase di commercializzazione. Durante questa fase vengono raccolte le differenti offerte effettuate dagli investitori interessati: non si tratta solitamente di

offerte vincolanti queste, prese complessivamente, interessano il lead manager per poter elaborare un'idea più chiara circa la percezione che dall'esterno si ha dell'azienda, e a che livello potrà collocarsi il prezzo finale. Nel prospetto informativo preliminare, si abbozza solo un'ipotetica e ragionevole forchetta di prezzo, e successivamente la commercializzazione e la raccolta degli ordini di acquisto ad opera del lead manager nell'apposito order book verrà posto un prezzo che, in via definitiva, sarà l'offering price nel mercato primario. Le domande di acquisto vengono classificate per quantità e qualità, dalla valutazione degli ordini infine verrà decretata la quantità e il prezzo finale di quotazione per tutti gli investitori interessati. Vengono usati adeguati schemi per evitare problematicità di allocation e pricing. Successivamente al prospetto definitivo, viene redatto il business plan usato come metro di giudizio circa l'operato dei manager. Lo status di quotata, pone sotto severo e perenne controllo da parte degli operatori di mercato il management, nonostante ciò permetta agli stessi di elevarsi professionalmente. Una volta che l'offerta pubblica iniziale ha avuto luogo, passati alcuni giorni partono le negoziazioni ufficiali sul mercato secondario e il prezzo fissato subisce modifiche di valore, influenzato dalle fluttuazioni e dal sentiment del mercato. Questa è l'occasione per verificare l'effettivo successo o meno dell'operazione di quotazione. Oltre ad essere un'operazione costosa e complessa, per effettuare la quotazione devono essere seguite varie metodologie. Per metodologia si intende l'insieme di regole e procedure seguite dall'impresa che promuove l'offerta e gli intermediari predisposti alla vendita di azioni agli investitori. L'utilizzo di una metodologia piuttosto che un'altra produce risultati differenti sull'esito finale dell'operazione, ma si differenziano anche per come viene determinato il prezzo di collocamento delle azioni e il modo in cui esse sono allocate agli investitori che ne hanno fatto domanda.

Si possono classificare tre categorie con differenze significative:

- Bookbuilding (Costituzione di un book con gli ordini degli investitori istituzionali posti cronologicamente in base la quantità e prezzo. Dopo la stesura si indica un intervallo di prezzo calcolato attraverso le informazioni degli investitori e tenendo a mente le condizioni del mercato).
- Offerta a prezzo fisso
- Asta

Il meccanismo più usato nei principali mercati borsistici, tra cui l'Italia è decisamente il book building.

Un'IPO in Italia si svolge solitamente secondo le seguenti fasi:

1. Decisione strategica circa la convenienza dell'operazione e delle sue modalità;
2. Scelta degli intermediari che coordinino l'offerta pubblica;
3. Costituzione del prospetto informativo e formazione del prezzo dell'offerta;
4. Collocamento dei titoli;
5. Quotazione in Borsa.

1. l'iter della quotazione avviene comparando costi e benefici come già discusso. Durante la comparazione un consulente strategico viene affiancato all'impresa, il quale deve fornire consulenza e preparare uno studio di convenienza dell'operazione. Contestualmente si decide il quantitativo di azioni da offrire (tra cui azioni di

nuova emissione e possibili azioni cedute da azionisti), i tempi della quotazione, un intervallo di riferimento del prezzo di offerta delle azioni.

2. l'impresa individua un intermediario che funge da coordinatore globale dell'offerta, mantiene contatti diretti fra l'impresa e gli investitori istituzionali interessati ad acquistare titoli, effettua la valutazione dell'impresa e la promozione dell'IPO, lavora come sponsor certificando per l'impresa i requisiti di ammissione alla quotazione. Oltre l'offerta pubblica, in Italia capita che una frazione anche maggioritaria dei titoli venga assegnato in collocamento privato (private placement) ad investitori istituzionali nazionali ed esteri. L'IPO procede attraverso un sindacato di collocamento, di cui fanno parte il lead manager (o underwriter) e altri co-manager (anche esteri), essi assumono l'onere di piazzare i titoli sul mercato per l'impresa e per la parte relativa agli investitori istituzionali. L'underwriter può esercitare l'operazione di collocamento sul mercato di un'ulteriore frazione di titoli, in genere fra il 10% e il 15% dell'offerta totale (green shoe).

3. La decisione della forchetta di prezzo preliminare dell'offerta è una delle fasi più complesse nell'operazione di offerta pubblica iniziale. Il metodo più utilizzato è il metodo finanziario-reddituale: viene calcolato il reddito operativo e i flussi di cassa futuri dell'impresa e si attualizzano attraverso il costo del capitale teorico dell'impresa. Per le aziende con attività facilmente valutabili e tangibili si può ricorrere al metodo patrimoniale. Un ulteriore metodo è dei 'multipli comparabili', in base al quale il valore dell'impresa quotanda è ricavato dai dati fondamentali e la capitalizzazione di imprese già quotate, simili per settore di attività e dimensione. La forchetta di prezzo dell'offerta giudicata equa sia dalla società che dagli intermediari viene pubblicata nel prospetto informativo, più altre informazioni circa la modalità dell'offerta, i dati contabili più importanti e una relazione sulle prospettive future del business e delle strategie che dovranno essere adottate.

4. Il coordinatore globale organizza una serie di incontri con la comunità finanziaria (roadshow) e presenta l'IPO per raccogliere insieme all'underwriter potenziali adesioni di investimento da parte degli investitori istituzionali (book building). Sulla base del feedback dell'attività di book building, poco prima dell'apertura dell'offerta pubblica, viene individuato e pubblicato il prezzo massimo dell'offerta, diverso dalla forchetta di prezzo precedentemente proposta nel prospetto informativo. Dopo la chiusura dell'offerta pubblica viene deciso il prezzo finale, prima della quotazione in borsa.

5. Durante il primo giorno di quotazione, c'è grande curiosità e ansia relativamente al prezzo di mercato della società neo-quotata. Solitamente il prezzo del titolo registrato durante il primo giorno di quotazione è maggiore rispetto il prezzo dell'offerta (underpricing). Nei giorni successivi, la performance relativa al prezzo del titolo sul mercato borsistico potrebbe essere più deludente e questo spinge l'underwriter ad attuare operazioni direttamente sul mercato per sostenere il corso dei titoli, riacquistandoli, per non deludere chi ha acquistato il titolo (i risparmiatori).

1.3 Clausole e opzioni

Questo capitolo riguarda le attività attuate dalle banche partecipanti al syndacate a seguito dell'IPO, circa funzioni di monitoraggio e stabilizzazione del mercato applicate post IPO.

«La greenshoe, detta anche over-allotment option, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori.»

[Borsa Italiana]

L'esistenza deve essere decisa a monte dell'IPO e deve essere indicata all'interno del prospetto informativo per essere compliant (conforme) alla policy di trasparenza dei mercati odierni. Normalmente si esegue nei 30 giorni dalla data di perfezionamento dell'IPO, ed è concessa da parte degli azionisti della società, che si manifestano favorevoli ad incrementare il numero di azioni emesse sul mercato e a ridurre perciò la propria quota di partecipazione. L'opzione consente di emettere un numero extra di azioni solitamente non superiore al 15% dell'offerta globale iniziale. Questo valore percentuale non è deciso da alcuna legge, ma è pratica diffusa identificarlo come tetto massimo. Raramente, i titoli che presentano l'opzione di greenshoe provengono da un aumento di capitale apposito che può verificarsi nel caso l'opzione venga esercitata. L'opzione greenshoe come anticipato si associa al meccanismo dell'over-allotment, ossia alla vendita allo scoperto nell'ambito del collocamento di un certo quantitativo di titoli, normalmente pari all'importo della greenshoe stessa. I responsabili del collocamento collocano i titoli oggetto dell'over-allotment presso gli investitori istituzionali che ne sottoscrivono l'offerta. L'esercizio della greenshoe è deciso dai responsabili del consorzio di collocamento, l'opzione è esercitata quando la domanda di titoli sul mercato è superiore all'offerta e se l'IPO ha successo, quindi il titolo interessa gli investitori, la società ha la facoltà di collocare un maggior numero di azioni e di conseguenza aumentare il flottante del titolo. Tenendo sempre a mente l'ipotesi di successo, i responsabili del consorzio di collocamento dispongono dei titoli dell'emittente con l'esercizio dell'opzione per coprire la vendita allo scoperto realizzata tramite l'over-allotment. Ciò contribuisce ad aumentare ulteriormente la remunerazione dei collocatori, e i ricavi dell'operazione dipendono dal numero complessivo di titoli collocati sul mercato. Quando il titolo scende di prezzo rispetto al collocamento, i titoli necessari a "coprire" l'over-allotment verranno acquistati dai componenti del consorzio di collocamento sul mercato (Si realizza così un guadagno da trading, i titoli dell'over-allotment sono collocati al prezzo di offerta e riacquistati sul mercato a un prezzo inferiore). Il meccanismo della greenshoe serve per stabilizzare il prezzo di titoli nei primi giorni di quotazione. La domanda di titoli acquistata dai collocatori serve a copertura del meccanismo di over-allotment, contribuendo ad evitare eccessivi deprezzamenti. L'over-allotment è fonte addizionale di remunerazione dei collocatori, che vendendo sul mercato più azioni rispetto l'offerta iniziale e si accaparrano più commissioni.

Nello scenario opposto in cui tramite l'esercizio dell'opzione il sindacato ha venduto i titoli allo scoperto ma il prezzo post IPO scende, per "coprire" la diminuzione di valore saranno acquistati dai componenti del consorzio di collocamento sul mercato i titoli realizzando un guadagno da trading, poiché sono stati ceduti in

collocamento al prezzo dell'offerta e sono riacquistati al prezzo di mercato che è inferiore. In questo scenario non viene esercitata la greenshoe option ma è stato osservato come acquistandoli poi direttamente sul mercato si riesca a sostenere il prezzo dell'emissione evitando che precipiti. Al fine della quotazione di una IPO è spesso presente un'altra clausola, quella di lock up:” Una clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere operazioni sull' equity della società stessa nella fase successiva ad un'operazione di offerta pubblica”. Questa garanzia è richiesta dal mercato agli azionisti di controllo e al top management della società, come tutela per i sottoscrittori, che questa clausola rappresenta, impedendo l'immissione di ulteriori titoli sul mercato e quindi evitando si possa creare una situazione di eccesso dell'offerta con conseguenze negative sull'andamento del titolo. Ne esistono di due tipi:

-obbligatorio: In questo caso la Borsa Italiana sancisce che le attività svolte da meno di tre esercizi dalle società che fanno domanda per essere ammesse alla quotazione sul mercato MTAX , gli azionisti (ed altri soggetti quali fondatori, amministratori e dirigenti) che abbiano acquistato i titoli nei precedenti 12 mesi la data di presentazione si impegnino, a non vendere, offrire, costituire in pegno e nel complesso a non compiere operazioni, per un anno dalla quotazione e aventi ad oggetto un quantitativo almeno pari all'80% delle azioni ordinarie detenute;

-volontario: Sono gli stessi azionisti (oppure i manager o gli amministratori) ad impegnarsi a non vendere tutto o parte delle proprie azioni per un periodo di tempo prestabilito.

1.4 Post Quotazione

Le decisioni circa l'IPO vengono prese sullo sfondo di tre fenomeni: quello di hot issue market, l'underpricing iniziale e l'underperformance di lungo periodo. I manager che preferiscono emettere nuovi titoli azionari in un hot issue market vogliono emetterli quando il numero di nuove emissioni è relativamente elevato. Se si parla di emissione che subisce underpricing iniziale, il prezzo delle azioni è troppo basso, con conseguente impennata il primo giorno di contrattazione. Per Titoli di nuova emissione caratterizzati da underperformance di lungo periodo si intendono dei rendimenti inferiori rispetto quelli di titoli simili (dimensione e il rapporto tra il valore contabile e il valore di mercato. L'andamento delle IPO è un andamento a onde, cioè alterna periodi di hot e cold issue market (periodo in cui il numero di IPO è rispettivamente alto o basso).

Il rendimento del primo giorno è stato estremamente volatile nel corso del tempo. Negli anni 80 in media i rendimenti del primo giorno erano 7%, negli anni 90 il 15%, nel periodo pre-bolla anni 2000 65%, successivamente 12%.

1.4.1 Hot Issue Market

Immaginando che l'azienda abbia bisogno di fondi esterni, i dirigenti possono pianificare di raccogliarli tramite l'IPO. Un approccio tradizionale alla finanza, basato sul concetto di efficienza dei mercati è che non bisognerebbe attendere un determinato momento per un'emissione azionaria. Diverso è il suggerimento dei dirigenti di attendere momenti di hot issue market. Sono offerte pubbliche particolarmente interessanti e sono

tipicamente over subscribed dagli investitori, nel senso che la loro domanda supera la loro offerta. In questi casi, molti speculatori possono essere attratti dalla prospettiva di guadagni speculativi a breve termine, invece di essere convinti delle prospettive a lungo termine della società.

1.4.2 Underpricing iniziale

Le decisioni dei dirigenti finanziari sono fondamentali nell'ambito di questo fenomeno. Il prezzo dell'offerta di una IPO viene determinato in una riunione tra i dirigenti della stessa e gli underwriters che si occuperanno dell'offerta pubblica iniziale. L'esistenza quindi dell'underpricing iniziale suggerisce che i dirigenti approvano un prezzo di offerta troppo basso senza contrattare abbastanza e rinunciando a una certa somma.

Il rischio è che i mercati siano efficienti e l'underpricing iniziale riflette il premio per il rischio. Gli investitori che acquistano i titoli al prezzo di offerta affrontano un rischio comprando titoli di una nuova impresa, che sono disposti ad acquistare solo se il loro prezzo è relativamente basso. La psicologia dietro questo fenomeno e la variazione dell'underpricing mostra che il fenomeno è aumentato nel corso degli anni raggiungendo i massimi livelli durante la bolla speculativa degli anni 2000. Vari motivi riguardano questa logica: variazioni del rischio, fenomeni comportamentali e conflitti di agenzia. Sulle variazioni hanno sicuramente un ruolo fondamentale i fenomeni comportamentali e dai conflitti di agenzia. Circa il fenomeno comportamentale è possibile citare VA Linux Systems (VA software), società che vende computer con il sistema operativo Linux alternativo al software di Microsoft. Consegnata la dichiarazione per la presentazione alla SEC si stabilì per il prezzo di offerta un intervallo tra gli 11 e 13 dollari. VA Linux a seguito dell'offerta pubblica dove vennero emesse 4,4 milioni di azioni ad un prezzo di 30 dollari, realizzando il nuovo record di underpricing iniziale e chiudendo il primo giorno a 239,25 con un rendimento di 698% e raccogliendo 132 milioni. VA Linux lasciò sul tavolo 920,7 milioni dopo il primo giorno di emissione. Se fosse stato 239,25\$ invece di 30\$ avrebbe emesso solo 551724 azioni invece di 4,4 milioni per guadagnare 132mln. Gli azionisti originari finirono con possedere il 9% in meno dell'azienda. Questo enorme rendimento andando a osservare campioni di IPO recenti, suggerisce che era un risultato prevedibile, ma non certo il livello record registrato. Larry M. Augustin, amministratore delegato, accettò di detenere il 2% in meno dell'azienda rispetto a quello che avrebbe detenuto ponendo un prezzo di 286,25. Il guadagno di emissione di 30\$ costituiva un valore di 18\$ considerando l'intervallo posto tra 11-13\$ per azione (media 12), generando un guadagno totale nel patrimonio di circa 119 milioni di dollari. E il rendimento del primo giorno fece aumentare di altri 1,4 miliardi la ricchezza di Augustin. I soldi che l'azienda "lascia sul tavolo" vengono identificati come costo opportunità. Però oltre ad essere guadagni non tangibili distolgono anche lo sguardo dal denaro lasciato per via dell'underpricing, che non è un costo liquidato e reale.

1.4.3 Under performance di lungo periodo

Nel 2002 VA Linux chiuse a \$0,91 per azioni, andando drammaticamente a divenire un esempio dei tre fenomeni collegati alle IPO. I sostenitori dell'efficienza di mercato ipotizzano fattori che possano spiegare

l'under performance di lungo periodo come la dimensione e valore contabile/ valore di mercato e che giustifichino una parte dei rendimenti delle IPO. Osservando però i rendimenti nel corso degli anni si può capire come di fatto non sia così.

1.4.4 Dilemma

I tre fenomeni collegati alle IPO sottopongono i dirigenti a un dilemma. La massimizzazione del valore di mercato nel breve periodo potrebbe ben giustificare un'IPO in un momento di hot issue market e un pagamento per copertura degli analisti (i migliori) tramite l'underpricing iniziale. Un'azione potrebbe implicare lo sfruttamento di un eccessivo ottimismo da parte degli investitori attuali, caso per cui, c'è motivo di pensare ad un underperformance di lungo periodo, in quanto il mercato tende a correggersi da solo. La domanda è quindi massimizzare gli interessi degli investitori correnti, quelli di lungo periodo o un metodo più equilibrato fra i due?

La domanda non ha semplice risposta, quello che si può affermare è che i manager propendano per la terza, l'equilibrio.

1.4.5 L'underpricing e la liquidità nell'aftermarket

Vi sono stati vari studi a riguardo di come l'underpricing possa influenzare la liquidità nell'aftermarket. Tra i primi a trattare l'argomento vi furono Miller e Reilly (1987), che analizzarono l'attività di mercato il primo giorno dell'IPO, la prima settimana e il primo mese post IPO, per comprendere come l'attività di mercato variasse a seconda del periodo. Identificarono inoltre, una relazione non tanto accurata tra il prezzo d'emissione e il volume degli scambi giornalieri riscontrato dopo la quotazione. Scendendo più nello specifico si accorsero di differenze significative nel volume giornaliero tra le emissioni sottovalutate e le emissioni sopravvalutate e giunsero alla conclusione che a livello di ritorno giornaliero non è possibile per gli investitori del mercato secondario beneficiare della sottovalutazione iniziale. Più in generale nel caso di IPOs underpriced il fenomeno era caratterizzato da una maggior trading activity rispetto le overpriced. Un lavoro più dettagliato venne svolto da Zheng e Li (2008) che partendo dalla conclusione riguardo la quale l'underpricing aumenta la liquidità nell'aftermarket, studiarono un campione di IPOs prelevato dal Nasdaq per confermare l'ipotesi che l'underpricing influenza l'aftermarket tramite un aumento del volume degli scambi. Di questo campione alcune IPOs erano hot issues, ovvero underpriced, altre erano caratterizzate da ritorni normali, altre erano invece overpriced. Arrivarono alla conclusione che l'underpricing è positivamente collegato al volume di trading e che ha effetti positivi sulla liquidità e supporta l'ipotesi dell'attenzione dell'investitore. Riguardo la correlazione il differenziale denaro-lettera (bid-ask spread) esprime la misura di liquidità del mercato. La relazione è negativa più aumenta lo spread, più il mercato è illiquido.

«Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario. Il prezzo ask (detto anche offer) è superiore al prezzo bid. Il cosiddetto best bid è il più elevato prezzo bid presente sul mercato. Analogamente,

è detto best ask il più basso prezzo ask presente sul mercato. Una quotazione di mercato riporta il best bid e best ask disponibili sul mercato, ed è nota come BBO (Best Bid and Offer). In tal senso il bid-ask spread è la differenza tra best ask e best bid.»

[Borsa Italiana]

Se lo spread è basso nel mercato vi sono un alto numero di scambi e quindi un'elevata liquidità. Nel 2005 si cercò di misurare la liquidità usando la "percentage spread" e la "turnover ratio". La prima misura il costo del trading da sostenere in relazione al prezzo per azione mentre la turnover ratio ha il fine di misurare la velocità della transazione di compravendita nel mercato, attraverso una relazione tra il volume di trading giornaliero con il numero di azioni offerte. Nello studio di Ellun e Pagano (2006) si usa un ragionamento alla cui base vede consolidata la relazione tra i due fenomeni e che prosegue con considerazioni circa la liquidità, vista come fonte di preoccupazione per gli investitori in quanto condizione futura ed incerta che in determinati casi potrebbe causare danni al mercato stesso (mercato illiquido). L'underpricing continuando, è lo strumento attraverso cui ridurre l'aspettativa che questo problema si possa manifestare. Infine, uno studio più recente ad opera di Bouzouita, Gajewski e Gresse (2005) rivisita gli studi precedenti dando una visione più contemporanea. Il fattore preso ora in considerazione è l'allargamento della proprietà azionaria post IPO generato dall'underpricing e responsabile dell'aumento scambi e quindi della liquidità del mercato. A questo concetto si aggiunge quello della produzione di informazioni rivolte al pubblico poco trattato in precedenza. Affine alla produzione di informazione è il concetto di analyst coverage. Le conclusioni in merito allo studio cercano di fare chiarezza e quindi chiudere il cerchio sulla liquidità nel mercato post IPO in particolare: La copertura degli analisti generata dall'underpricing iniziale riduce i costi dell'asimmetria informativa e l'illiquidità del mercato secondario; La produzione di informazioni pubbliche è un altro canale attraverso il quale il mercato secondario e quindi l'underpricing migliora la liquidità.

1.4.6 Conflitti di agenzia e variazione di underpricing

L'istituzional investor redige una classifica degli analisti finanziari. Agli analisti che occupano i posti più alti viene attribuito uno status (savvier) considerandoli delle vere star. L'azienda per mezzo degli analisti più quotati cerca di far guadagnare alle banche d'investimento quote di mercato nel business delle sottoscrizioni. La banca d'investimento in cambio della quotazione riceve una commissione di sottoscrizione in pagamento pari al 7% dell'ammontare lordo dell'offerta. Per le stime degli analisti, non vengono addebitati i soldi direttamente, le aziende di copertura li sostengono in modo indiretto, quando concordano l'underpricing iniziale. L'azienda potrebbe preferire un prezzo più basso per essere seguita da un determinato analista quotato, ritenendo che la copertura possa stimolare un aumento dei prezzi nel futuro. I sottoscrittori indirettamente potrebbero approfittare dei benefici dell'underpricing in forma indiretta, allocando le azioni delle IPO "calde" (hot), con maggior probabilità di avere rendimenti elevati nel primo giorno, tra i clienti che concludono affari con loro. Le banche avevano esteso l'allocazione delle azioni delle IPO hot ai loro clienti più affezionati, questa attività anche detta spinning è stata poi successivamente vietata. Il cosiddetto spinning

sfrutta i conflitti di agenzia ma viene ritenuta una forma di corruzione mascherata. È concesso sfruttare lo spinning su azioni di IPO hot, allocandole nei conti privati dei dirigenti finanziari, per favorire attività di Investments banking da decidere in futuro. Il conflitto di agenzia si osserva nel momento in cui il dirigente di un'impresa che ha intenzione di fare un'offerta pubblica iniziale sceglie di usare una banca e accetta l'underpricing iniziale in cambio di future allocazioni nel conto "friends of Frank". Il dirigente ottiene un beneficio imponendo il costo dell'underpricing agli investitori della sua azienda. Questa operazione si fa pubblicità grazie l'underpricing, e i conti attraggono una serie costante di dirigenti che offrono IPO sotto prezzate per via di questo schema a "porta girevole". Per generalizzare come uno stato possa influenzare l'underpricing delle IPOs si sono studiate diverse variabili:

-l'economic freedom (condizione imposta), cioè il grado in cui il governo di una nazione esercita vincoli o coercizione sulla produzione, distribuzione o consumo di beni e servizi, ed è una componente sempre più cruciale dell'ambiente macroeconomico e istituzionale;

-il geographic scope, è l'abilità della società di offrire il proprio prodotto o servizio sui mercati mostrando la propria flessibilità e capacità di adattamento;

-L'insider ownership che riguarda la partecipazione degli asset al successo o meno dell'impresa.

Le IPOs di società nate in stati caratterizzati da una bassa economic freedom, e che hanno un ristretto geographic scope e un basso livello di insider ownership, sono associate ad un maggior underpricing. Altre variabili che si è visto possano influenzare una IPO a livello geografico sono la veridicità del rating sulla qualità dell'organizzazione, il livello di corruzione presente nel paese, ma anche la vicinanza ad un'area metropolitana e l'opacità o meno delle informazioni.

CAPITOLO 2 - La valutazione aziendale

Le imprese al fine di definire un prezzo di offerta per i propri titoli di nuova emissione si servono di vari metodi per la valutazione aziendale. I più famosi sono:

- il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che si ritiene l'azienda possa generare;
- il metodo dei multipli di mercato;
- l'Economic Value Added.

Per la valutazione dell'impresa vengono coinvolti numerosi professionisti. Relativamente al processo di quotazione nei mercati finanziari, l'obiettivo è quello di giungere al pricing dei titoli che verranno collocati presso gli investitori. In questo contesto il metodo dei multipli di mercato consente di comparare i multipli fra la società quotanda e una società con caratteristiche simili. Gli investitori tendono a farsi influenzare nella scelta di investimento in una IPO da questi multipli che rappresentano anche il più veloce dei metodi per la valutazione pur non avendo i dati/piani industriali. A seguito dell'applicazione di uno fra i metodi di valutazione si ottiene il fair value circa il capitale economico della società quotanda. Solitamente al fair value si applica un IPO discount (sconto), calcolato attraverso le informazioni raccolte dalle banche appartenenti al consorzio e ricevute dagli investitori istituzionali, i quali assumono un ruolo fondamentale mostrando più o meno interesse e convenienza ad investire in una società piuttosto che un'altra e motivando lo sconto che diventa un punto di attrattiva quando si decide se investire in aziende con pari livello di rischio rispetto la quotanda. Dei titoli dell'IPO si hanno poche informazioni, anche circa il management rispetto la comunità finanziaria, lasciando spazio a possibili problemi di asimmetrie informative e i conseguenti problemi di selezione avversa e azzardo morale di natura più frequente rispetto aziende già quotate che sottostanno a obblighi informativi a cui sono assoggettate.

2.1 Metodo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri

Il metodo che le teorie moderne avvalorano maggiormente è quello del Discount Cash Flow collegando il valore di un'azienda alla capacità di produrre una quantità di flussi finanziari tale da soddisfare le aspettative che hanno gli investitori circa la remunerazione. il capitale proprio secondo la teoria tradizionale è dato dalla somma di tre elementi:

- Il valore attuale che si stima l'impresa sia in grado di generare in futuro dai flussi di cassa netti (enterprise value), scontati ad un tasso di attualizzazione uguale al WACC (costo medio ponderato). Il costo medio ponderato è calcolato come la somma del valore dei flussi di cassa futuri attesi fino ad una data con un valore finale dato dal valore attuale dei flussi di cassa successivi la data di previsione;
- la posizione finanziaria netta;
- il valore di mercato dei surplus assets, attività non rientranti nelle proiezioni dei flussi di cassa operativi.

Il calcolo dei flussi di cassa operativi si ricava sottraendo all'utile operativo le imposte sullo stesso, sommando a ciò gli ammortamenti e gli accantonamenti insieme ad altri costi sostenuti dall'azienda non monetari e

aggiungendo/sottraendo le variazioni positive/negative di capitale circolante e gli investimenti/disinvestimenti in attività fisse. Il WACC viene calcolato in base alla seguente formula: $(1-T_c) * r_d * D/V + r_e * E/V$

Il primo termine è il prodotto tra il costo dell'indebitamento a medio-lungo termine, al netto del beneficio fiscale degli interessi e il rapporto di indebitamento dell'impresa. Il secondo termine invece rappresenta il prodotto tra il costo del capitale sociale, ovvero la remunerazione spettante agli azionisti, e la percentuale di capitale proprio che compone la struttura finanziaria dell'impresa. Il costo del capitale proprio è ottenuto attraverso l'utilizzo del Capital Asset Pricing Model (CAPM) il quale lega attraverso una relazione lineare il premio atteso per il rischio da un titolo e la misura del rischio sistematico. Il costo è dato dal tasso di remunerazione di una attività priva di rischio di credito incrementato di un valore uguale al coefficiente beta (rischio sistematico) e il premio atteso per il rischio di mercato. Per il calcolo del beta va usato come riferimento quello delle società comparabili aggiungendo considerazioni specifiche dell'azienda in questione. Il valore ottenuto è il valore dei flussi di cassa operativi attesi dopo la data di previsione presa in considerazione. Per il calcolo si usa il modello di Gordon, attualizzando attraverso la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa operativo ottenuto l'ultimo anno dell'orizzonte temporale di previsione tenendo conto del tasso di crescita "g". Il valore infine viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione per giungere al valore finale. La PFN (posizione finanziaria netta) è calcolata come il totale dei debiti finanziari al netto della cassa e delle attività finanziaria facilmente liquidabili, il tutto espresso a valori di mercato. Un altro metodo di valutazione è rappresentato dal flow-to-equity caratterizzato dall'attualizzazione di FC di tipo levered, al netto di interessi e imposte, al costo dell'equity stesso. In questo metodo si suppone che il rapporto d'indebitamento rimanga costante nel tempo fornendo la stessa risposta ottenuta con il calcolo dei FC attualizzati unlevered al WACC. La variazione del rapporto d'indebitamento comporta che il costo dell'equity varierebbe a causa di una modifica sostanziale del rischio finanziario e quindi risulta poco utile usare il metodo del flow to equity.

2.2 Metodo dei multipli di mercato

Questo metodo serve a determinare il valore della società quotanda attraverso la comparazione tra essa e le società che appartengono allo stesso settore e che sono già quotate. I multipli vengono ricavati attraverso il rapporto di grandezze finanziarie, economiche, patrimoniali e valori borsistici di un insieme di società comparabili all'impresa emittente. il metodo risulta multifasico:

-la prima fase riguarda la determinazione di un campione di riferimento composto in modo tale che le società rientranti abbiano affinità con la società oggetto di valutazione;

-la seconda fase riguarda la scelta dei multipli significativi impiegati nella valutazione, tra i quali spiccano:

- i. EV/EBITDA calcolato come rapporto tra l'Enterprise value e il margine operativo lordo;
- ii. EV/EBIT calcolato come rapporto tra l'Enterprise value e il reddito operativo;
- iii. Price/earning ratio (P/E) calcolato come rapporto tra il prezzo dell'azione e l'utile netto per azione;
- vi. EV/OFCF calcolato come rapporto tra l'Enterprise value e il flusso di cassa operativo;

v. EV/Sales calcolato come rapporto tra l'Enterprise value e il fatturato aziendale.

-nella terza fase si procede al calcolo dei multipli precedentemente scelti per le società comparabili calcolati facendo riferimento ai dati finanziari dell'anno in corso e di quello successivo.

-la quarta fase serve a identificare un intervallo di valori dei multipli da applicare alla società quotanda attraverso analisi quantitative e qualitative sulla comparabilità delle società appartenenti al campione.

-infine, nella quinta fase si applicano i multipli confrontandoli con le grandezze finanziarie, economiche e patrimoniali della società quotanda, per stimarne il valore.

2.3 Economic Value Added

L'EVA è un metodo che calcola il valore d'impresa attraverso il principio di massimizzazione del valore per gli azionisti. Misura il profitto operativo annuale rimanente sottraendo il costo delle fonti complessive di finanziamento utilizzate per generare profitto. La valutazione derivante dalla mera lettura dei risultati contabili non basta per via dell'insita incompletezza ed eccessiva prudenza del sistema contabile che non permette un giudizio sull'andamento dell'attività gestionale trasparente e veritiero. Il principio alla base del metodo riguarda il fatto che la società crea valore solo nel momento in cui il profitto periodico generato durante la gestione supera il costo del capitale usato. Viene fornita anche una misura del valore generato (o distrutto) annualmente dalla gestione, uguale alla differenza tra profitto operativo calcolato al netto delle imposte (NOPAT) e il costo della remunerazione richiesta sul capitale investito. Questo costo è calcolato come il prodotto tra WACC e capitale investito (CE). $EVA = NOPAT - (WACC * CE)$

La formula può anche essere definita come la differenza tra rendimento (rapporto tra NOPAT e CE) e il costo del capitale investito (WACC). L'EVA impatta sulla creazione di valore da parte dell'impresa per via della sua relazione con tre importanti aree decisionali:

-decisioni operative;

-decisioni di investimento;

-decisioni di finanziamento.

Dopo aver stimato l'EVA annuale si procede alla stima di un'altra grandezza chiamata Market Value Added (MVA), che equivale alla somma dei VA di tutti gli EVA futuri e usando come tasso di attualizzazione il WACC. Il valore di mercato è quindi calcolato come la somma tra capitale investito e il MVA. Il valore è ottenuto ex-ante per le imprese quotande al fine di ottenere una stima del fair value da proporre al mercato. Per le società già quotate rappresenta il goodwill che il mercato attribuirà alla società considerando le prospettive future. Durante l'analisi del metodo DFC è stato introdotto il concetto di Enterprise Value che può essere diviso grazie all'EVA in due componenti: il COV (current operation value) e il FGV (future growth value). La prima misura rappresenta il valore dell'impresa nel caso venga ipotizzato un risultato costante nel tempo e pari al valore dell'ultimo anno. Il valore sarà dato dalla somma del capitale investito (CE) e l'EVA calcolato dall'ultimo esercizio attualizzato al WACC (valore attuale di una rendita perpetua). Il secondo viene definito come il valore degli EVA futuri attualizzati (non costanti) incrementati di un tasso rispetto all'EVA

risultante dall'ultimo bilancio. Permette di comprendere meglio se è stato creato valore o meno. A differenza del metodo DFC, l'EVA spiega attraverso le performance conseguite da una società fino quel momento e le aspettative di medio-lungo termine, parte rilevante dal valore aziendale. Il valore ottenuto sostanzialmente è espressione sia dei risultati che l'impresa si pensa sarà in grado di conseguire sia i risultati già conseguiti.

2.4 Il processo di valutazione

Nella quotazione il processo di valutazione è parte integrante, coinvolgendo la società quotanda, i suoi azionisti, l'advisor finanziario e il/i global coordinator. Questo processo è da affrontare in maniera non meccanica e si rende necessaria una buona base informativa, rappresentata dal piano industriale, dalle informazioni presentate nel business model, il posizionamento e i vantaggi competitivi e di sistema di governance della quotanda. Il processo di valutazione deve essere in linea con quelli che sono i Principi Italiani di Valutazione (PIV), e inizia con l'apprezzamento e la valutazione della documentazione e delle informazioni che sono rilevanti prima che si verifichi lo svolgimento di un processo di analisi fondamentale, nel quale poi individuare quelle metodologie più utili allo scopo e per valutare i fattori di rischio principali.

Perciò il risultato è frutto di un processo di analisi continuo e di verifica, che va dalla stima del valore condotta quando ancora non sono disponibili tutte le informazioni relative alle società (cosiddetto pitch) fino a determinare il prezzo pre-money a cui l'azione è poi venduta agli investitori. Il processo si arricchisce progressivamente di sostanza e di contenuto nelle fasi preparatorie della quotazione, vengono messi a disposizione dati e informazioni dettagliate circa le attività e le prospettive future. Va privilegiata l'ottica industriale e la ricerca di un valore di business, perciò il piano industriale è lo strumento principale su cui basare il progetto. Il primo passo è la stima del valore pre-money, la valutazione tiene conto delle indicazioni fornite dagli investitori durante l'attività di early-look marketing e di pre-marketing, delle ricerche eseguite dai componenti del consorzio di collocamento (gli analisti), dell'andamento congiunturale dei mercati borsistici, della dimensione dell'offerta e della potenziale liquidità del titolo. Queste considerazioni portano a definire un'IPO discount, con la funzione di massimizzare la domanda e aumentare la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento per coloro che al momento del collocamento hanno investito nell'azienda. Il risultato porta a definire un "intervallo di valorizzazione indicativa", e un "prezzo massimo" (spesso vincolante), trascritti all'interno del prospetto informativo. Il meccanismo per determinare il prezzo di offerta, l'open price, proposto o dalla società quotanda o dai suoi azionisti in coordinamento con il global coordinator, deve tener conto delle condizioni del mercato mobiliare domestico e internazionale, della quantità e qualità delle manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali durante l'offerta pubblica (l'offerta pubblica se genera o meno domanda), dei risultati raggiunti e dalle prospettive future. Gli aggiornamenti tra i soggetti coinvolti nella valutazione è opportuno siano frequenti, in particolare tra: azionisti, esponenti della società, advisor finanziario e banche collocatrici. È fondamentale nei periodi di volatilità dei mercati borsistici e quando si riscontrano nuove informazioni circa l'emittente e sul contesto competitivo, anche dopo l'approvazione dei dati interinali finanziari. Il progetto si caratterizza di diverse fasi e soggetti coinvolti. Per

la determinazione del valore della quotanda, si procede per fasi che come anticipato implicano approfondimenti e aggiornamenti successivi, partendo inizialmente da un intervallo ampio e arrivando alla determinazione di un prezzo al quale collocare l'azione durante l'offerta. Va inteso il processo senza soluzione di continuità articolandosi in quattro momenti, che coinvolgono l'intero iter di valutazione, partendo da un intervallo di valori ampio definito da un range più ristretto per iniziare il bookbuilding. Le principali fasi del processo:

- valutazione da parte delle banche collocatrici al momento del pitch;
- valutazione durante la quotazione;
- pre marketing e l'individuazione di un intervallo di prezzo;
- bookbuilding e pricing.

2.5 Pitch

Nella prima fase, il pitch, la società assistita dal suo advisor finanziario, seleziona uno o più intermediari per supportare la quotazione. Le banche d'affari presentano una proposta per ottenere l'incarico come global coordinator (sponsor della quotazione), e include generalmente una valutazione preliminare della società quotanda. Questa valutazione viene generalmente presentata 4-6 mesi prima della fine dell'IPO (Il tempo minimo per la quotazione è di 4 mesi) ed è il valore meno accurato durante la quotazione. Il valore solitamente non dipende dalla conoscenza approfondita della società, del suo piano industriale, dall'interazione con gli investitori e dai risultati della due diligence, che sarà effettuata dalla banca solo dopo aver ricevuto l'incarico. Nella scelta del global coordinator, la società può e dovrebbe dare maggior importanza alla qualità dell'intermediario (track record nelle precedenti IPO, conoscenza settore di appartenenza emittente, capacità distributiva, qualità del team di analisti, ecc), rispetto a focalizzarsi sul valore proposto, prima della due diligence e prima del confronto con il mercato. Il fenomeno parte dal kick off meeting per l'appunto la riunione di lancio dell'operazione. In riunione vengono discusse le modalità, le dinamiche (del progetto), le priorità e le aree di responsabilità. È la prima introduzione formale in cui viene presentata l'attività e le caratteristiche della società, il business plan e le performance recenti.

2.6 Due Diligence

La seconda fase avvia il processo di preparazione alla quotazione e la banca collocatrice inizia in contemporanea l'attività di Due Diligence sulla base delle informazioni rese disponibili; La banca concluso questo percorso è in grado di capire nel dettaglio il business dell'azienda e soprattutto svolgere un'analisi approfondita del piano industriale. Ciò permette la valutazione delle prospettive future dell'emittente sia in termini di coerenza che di assetto strategico-organizzativo e con le varie tendenze del mercato di riferimento, sia in termini di sostenibilità e ragionevolezza ipotesi sottostanti. Ad opera dell'advisor e della banca collocatrice viene definita la c.d. equity story, grazie alle conoscenze ottenute nella fase di due diligence, il profilo della società emittente che sarà presentato agli investitori per convincerli ad accettare l'offerta delle

azioni, come attività di valorizzazione di quegli elementi attrattivi per l'investimento. Durante questa fase si svolge una attività di c.d. early marketing, il cui scopo è ottenere riscontri da un campione di investitori ristretto circa la qualità e l'appetibilità dell'equity story, ma non sul valore proposto. Infine, la banca collocatrice presenta una prima valutazione pre-money (range preliminare di valutazione). Con il range preliminare di valutazione avviene la stima del valore del capitale economico delle società in vista della quotazione, il valore non è legato all'IPO discount e alle indicazioni delle attività pre-marketing.

2.7 Pre-marketing

Durante il pre-marketing solitamente viene organizzata una presentazione dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento (analyst presentation), finalizzata alla successiva predisposizione e pubblicazione delle ricerche svolte sull'emittente; Perciò, viene elaborato e distribuito agli analisti presenti all'incontro un documento per descrivere l'investment case insieme ad un'analisi dettagliata della azienda, del business, delle strategie di crescita e la presentazione della struttura e dell'offerta. L'analyst presentation è importante nel processo di preparazione dell'IPO e garantisce agli analisti del consorzio un'adeguata conoscenza della società che si sta quotando, e che si rifletterà nelle ricerche effettuate dalle banche collocatrici per gli investitori e i loro clienti per informarli sull'equity story prima di incontrare il management dell'emittente. Prima di pubblicare le ricerche, il global coordinator svolge un'indagine presso gli investitori istituzionali il c.d. pilot fishing (prevede di testare il sentimento iniziale degli investitori per ricevere un feedback su come il mercato potrebbe rispondere a un'emissione effettiva), al fine del valutare l'attrattività dell'equity story proposta e ottenere un primo feedback sul valore dell'operazione allargando il campione di investitori sondato durante l'early marketing. Si organizza una presentazione delle sales force del global coordinator per cercare un'ulteriore punto di incontro con eventuali investitori che manifestano l'interesse sull'acquisto di azioni. Le ricerche sono pubblicate dopo circa un mese dall'analyst presentation, che informa la community dell'investitore prima e durante il road show, è utile arricchire il processo valutativo con elementi che diano maggiori indicazioni indipendenti da parte degli analisti del consorzio, per affinare il range preliminare che era stato determinato. Quando la fase sta per concludersi, solitamente parte la vera attività di investor education condotta dagli analisti del consorzio del collocamento e dalla equity sales force del coordinatore globale, utilizzando le ricerche pubblicate. Le riunioni svolte con gli investitori interessati servono per raccogliere le indicazioni approfondite sul gradimento dell'investment case e per le valutazioni ritenute accettabili. La banca attraverso i riscontri di investitori istituzionali riguardo il prezzo che essi sono disposti a pagare, può adesso confrontarsi con l'issuer, gli eventuali azionisti venditori e con l'advisor finanziario per giungere alla definizione del range pre-money (range indicativo di prezzo) e del "prezzo massimo" da inserire nel prospetto informativo. Il range va fissato facendo in modo che il prezzo minimo sia una soglia di attrattività per l'investore. Il prezzo massimo è da intendere come l'insieme delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle valutazioni fornite dagli investitori durante il pre-marketing. Si stima una forchetta di prezzo caratterizzata da un divario di circa il 20-25% tra il prezzo massimo

e minimo. Il range sarà il fulcro della prossima fase, riguardante la raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali (bookbuilding) ed eventuali retail.

2.8 Bookbuilding e Pricing

«La fase di bookbuilding è organizzata e gestita dal global coordinator; egli raccoglie in un libro (book istituzionale) tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali ordinati in funzione del prezzo, della priorità temporale oppure della dimensione. Ogni ordine può essere espresso in numero di azioni oppure in controvalore; per ognuno viene indicato il limite di prezzo segnalato dall'ordinante. In tal modo è possibile costruire la curva di domanda che lega ai singoli livelli di prezzo i diversi volumi richiesti e quindi collocabili.»

[Borsa Italiana]

Le banche d'investimento comunemente "costruiscono un libro" prima di prezzare un'emissione di azioni. Nella procedura formale di bookbuilding, la banca d'investimento sollecita indicazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali. Tali indicazioni consistono un'offerta per una quantità di azioni e potrebbero includere un prezzo massimo (cioè un prezzo limite) o altri dettagli. L'investment banker usa le informazioni per costruire una curva di domanda. Il prezzo di emissione non è fissato secondo alcuna regola, ma piuttosto basato sull'interpretazione del banchiere circa le indicazioni degli investitori interessati. Egli generalmente fissa il prezzo ad un livello in cui la domanda supera l'offerta, e poi assegna le azioni agli offerenti a sua discrezione. Nel bookbuilding, le informazioni contenute nelle offerte sono usate per prezzare l'emissione. Se l'investment banker costruisce il book solo per lo scopo di gestire la distribuzione delle azioni, allora la domanda nel book non dovrebbe influenzare il prezzo di emissione ma le offerte forniscono informazioni che vengono utilizzate per prezzare l'emissione in modo più accurato. Come compenso per aver fornito queste informazioni la banca d'investimento sotto prezza l'emissione e assegna più azioni agli investitori che hanno rivelato le informazioni durante il bookbuilding. Quindi, il bookbuilding è nell'interesse dell'emittente, poiché può ridurre l'incertezza e quindi la sottovalutazione (legata alla selezione avversa). Le banche d'investimento fanno affidamento sulle offerte sul prezzo d'emissione, e quindi è possibile interpretare il bookbuilding come acquisizione di informazioni piuttosto che come gestione della distribuzione. Le informazioni aggiuntive ricavate dall'oversubscription aiutano a perfezionare il prezzo di emissione. La natura delle informazioni contenute nelle offerte e come le informazioni pubbliche e private degli investitori sono incorporate nel prezzo di emissione. Poiché il bookbuilding può durare fino a tre settimane, si deve effettuare una distinzione tra le offerte precoci e tardive per determinare la loro importanza relativa. Poiché le informazioni si evolvono durante il periodo di bookbuilding (ad esempio, a causa dei movimenti di prezzo delle azioni in tutto il mercato), le offerte tardive dovrebbero incorporare più informazioni (sia pubbliche che private) rispetto alle offerte iniziali. Il periodo "precoce", viene definito come il periodo dall'inizio del bookbuilding fino a tre giorni prima della sua conclusione, e il periodo "tardivo", che consiste negli ultimi tre giorni. L'inizio della fase è caratterizzato dal calcolo di una forchetta di prezzo nell'ambito del quale varia il prezzo finale

dell'offerta. il metodo dell'open price, nel quale il prezzo verrà calcolato solo al termine dell'offerta stessa. Per prima cosa si definisce un range di prezzi possibili sulla base del quale iniziare la procedura. Questa fase coincide con lo svolgimento del road show solitamente, ma può essere anche immediatamente successiva allo spettacolo. Il marketing vero e proprio, che per gli investitori istituzionali si concretizza nel roadshow e verso il pubblico in una campagna promozionale (dopo la pubblicazione prospetto informativo), fornisce informazioni per la determinazione del prezzo finale. Nel roadshow, dalla durata solita di due settimane, il top management della quotanda, con i rappresentanti del global coordinator, si incontrano in riunioni con dei gruppi di investitori (one-on-one meeting), interessati a sottoscrivere l'offerta. Questo momento è importantissimo poiché, gli investitori hanno già appreso le informazioni degli analisti del consorzio, ma dal confronto con il management team della società (tipicamente costituito almeno da Ceo e Cfo) dipende in ultima istanza la volontà di inviare un ordine per l'acquisto che confluirà nel book istituzionale. L'equity story si pone come nodo cruciale per l'operazione e durante il processo l'attività di trading svolta dal global coordinator e dall'Advisor finanziario, serve a decidere le migliori modalità con cui condurre gli incontri fra gli esponenti della quotanda. La volontà di acquisto di un determinato numero di titoli viene espressa dagli investitori istituzionali con l'inserimento nel book istituzionale dell'ordine (sistema elettronico gestito dalle banche che vengono coinvolte nella raccolta ordini), ad un prezzo che contenga i fundamental dell'impresa e delle ricerche svolte dagli analisti, ma anche elementi meno importanti: i livelli di valutazione di società simili (quindi comparabili, si è parlato del metodo dei comparabili), corporate governance, manager team, i rischi dell'operazione e rapporti con parti correlate (descritti nel prospetto informativo), sistemi manageriali (SCG, compensation, pianificazione, struttura organizzativa), condizioni di mercato e via dicendo. Gli ordini vengono raccolti dagli investitori istituzionali che hanno il compito di esprimere una domanda in funzione del prezzo. Gli intermediari coinvolti nel collocamento trasmettono alla lead bank del consorzio gli ordini ricevuti, per poi riunirli in un unico prospetto (il book). Il giorno prima della fine del bookbuilding viene reso pubblico il prezzo massimo del collocamento e successivamente inizia il periodo di adesione. Il pubblico retail partecipa conoscendo il prezzo massimo e la decisione non è revocabile anche se il prezzo sarà più basso, quindi rimarrà ugualmente valida. Per regolare i rapporti con la società quotanda, gli azionisti venditori e le banche di collocamento si assumono la responsabilità di collocare le azioni attraverso la costituzione di consorzi e si pongono a garanzia attraverso la stipula di contratti di garanzia e collocamento. Sono due le funzioni che spettano agli intermediari del consorzio che non svolgono funzioni organizzative:

1. La funzione di selling bank, il loro ruolo è di collocamento dei titoli offerti presso gli investitori e su base best effort ovvero senza garanzia di riuscita.
2. Funzione di banca underwriter, gli intermediari qualora non riescano a collocare tutti i titoli presso gli investitori, si impegnano a sottoscrivere in proprio i titoli assegnati. Questa funzione è una garanzia data all'emittente circa il collocamento integrale dell'offerta.

Se si discute di un'offerta globale i consorzi saranno almeno due: uno per l'offerta al pubblico e uno per quella istituzionale. Prima dell'inizio dell'offerta pubblica viene firmato un contratto relativo alla tranche retail. La

natura di questo contratto è di garanzia di collocamento. Differentemente dall'accordo del sindacato circa la tranche retail, nell'underwriting agreement l'offerta istituzionale è sottoscritta solo una volta che sia terminata la fase di bookbuilding, ovvero nel momento in cui è già reso noto che l'offerta è stata totalmente o in parte sottoscritta ad un determinato prezzo. La parte invenduta come già anticipato viene trasferita alla tranche retail o viene sottoscritta dalla lead bank del consorzio, o, ancora, l'offerta viene ridotta della parte invenduta e l'underwriting agreement sottoscritto solo della quota collocata. La garanzia dell'offerta ha natura diversa da quella formale, non si garantisce all'emittente la garanzia del collocamento che viene firmata solo ex post a collocamento concluso. Esistono diverse clausole di underwriting agreement, le principali sono:

- la mancanza di solidarietà degli impegni da parte delle banche del consorzio (in forza della quale) indi per cui nessuna banca può essere chiamata a ritirare il non collocato da altre banche;
- il venire meno degli impegni del consorzio in circostanze straordinarie;
- l'impegno degli azionisti della società quotata di non disporre delle loro azioni residue e di non procedere all'aumento del capitale senza prima aver ottenuto il consenso del global coordinator per un determinato periodo di tempo.

Completato il book istituzionale e dopo aver collezionato le adesioni degli investitori retail, il global coordinator insieme alla società quotata e agli azionisti devono scegliere a che prezzo, e nel caso vi dovessero essere richieste in eccesso a chi assegnare le azioni. Per la scelta di pricing emergono differenze di interessi i cui portatori sono gli attori del processo di quotazione. Gli azionisti venditori hanno interesse nel massimizzare nell'immediato il prezzo di vendita.

2.9 Determinazione dell'intervallo di prezzo

Il prezzo di offerta è quel prezzo che massimizza la domanda di mercato, tenendo conto durante la sua individuazione della sensibilità relativa al prezzo individuato in sede di raccolta ordini, questo per garantire che lo svolgimento delle negoziazioni avvenga in modo ordinato post quotazione. Va prestata anche attenzione alla tendenza di molti investitori istituzionali che tendono ad inflazionare l'ammontare del proprio ordine per cercare di massimizzare la probabilità di essere allocati in caso di riparto delle azioni che sono oggetto dell'offerta. Gli ordini inflazionati causano una distorsione nella percezione del reale interesse per la quotanda e questo può influire ulteriormente nell'individuazione di un prezzo finale di offerta che risulterà molto "ambizioso", a meno che non si riesca a depurare la componente del libro ordini inflazionistica. Esistono diversi fattori capaci di influenzare la sensibilità della domanda al prezzo, a titolo esemplificativo:

- mancanza di un mercato di negoziazione dei titoli precedente alla quotazione influisce il giudizio che gli investitori esprimono circa la capacità del management di ottenere risultati futuri in linea con quanto già dimostrato in passato;
- il costo opportunità in un'logica di gestione del portafoglio è sostenuto dagli investitori per disporre in modo adatto dei titoli oggetto di IPO nel paniere. Può capitare che un investitore sia nella situazione di poter effettuare l'acquisto dei titoli oggetto di offerta solo su cessione sul mercato di titoli che già sono posseduti e

che sono da considerare simili per profilo rischio/ rendimento, o in alternativa può decidere di comprare altri titoli simili se ritenuti più convenienti;

-rischio liquidità che nel caso di operazioni di collocamento medio-piccole è molto;

-la volatilità dei prezzi di mercato registrati durante l'offerta o nel periodo subito precedente dei titoli comparabili e più genericamente degli indici di mercato azionari.

L'innalzamento eventuale della volatilità tende a favorire un innalzamento dell'avversione al rischio degli investitori nei confronti di nuove proposte di investimento. Questi elementi concorrono a formare uno sconto rispetto la valutazione che gli azionisti sono disposti a riconoscere alla società quotanda se le sue azioni fossero già state collocate sul mercato. L'IPO discount (sconto) successivamente all'avvio della negoziazione tende ad essere riassorbito nei giorni successivi e la sua misurazione è inevitabilmente ex-post. È nell'interesse della società spuntare un prezzo elevato con riguardo alla quota dell'offerta di sottoscrizione dal momento che ciò porta ad un maggiore afflusso di risorse finanziarie nelle sue casse sociali. Gli investitori desiderano pagare un prezzo contenuto, poiché pensano che in futuro il titolo possa apprezzarsi. Il global coordinator deve occuparsi di non scontentare l'emittente e gli azionisti se vuole sperare di ottenere nel futuro mandati analoghi da altri emittenti. Deve evitare di compromettere il rapporto con gli investitori ai quali dovrà rivolgersi in futuro per il collocamento di altre azioni, e inoltre mantenere il rapporto con gli altri intermediari che potrebbe invitare o essere invitato in altri consorzi, di collocamento. Un pricing troppo elevato potrebbe minare il placing power e la capacità di organizzare i syndacate. Viceversa, la scelta di un pricing troppo basso pregiudica la capacità di persuadere gli emittenti per il conferimento del mandato durante il pitch. Inizialmente per ottenere il mandato la banca d'investimento deve svolgere una valutazione della società attingendo dalle sole informazioni pubbliche e con i consueti metodi di analisi finanziaria. Poi il global coordinator acquisisce conoscenza, attraverso l'analisi di due diligence e l'analisi riguardante il business plan, e ciò consente di definire con più precisione i flussi di cassa attesi, e la loro aleatorietà e quindi il loro rischio permettendo di restringere il range valutativo. Solo però durante la fase di pre-marketing fase che prevede una prima verifica esterna, è possibile percepire l'atteggiamento del mercato, e il livello di sconto che gli investitori si aspettano e richiedono per una società che vuole quotarsi per la prima volta rispetto ai comparables già quotati (metodo dei multipli). Lo sconto è richiesto per il maggior rischio percepito dagli investitori che vengono chiamati a investire in una società che non ha un track record di mercato, e quindi di rapporti con azionisti di mercato. La reputazione degli intermediari del consorzio serve a colmare tale divario, riducendo l'asimmetria informativa esistente tra emittente e investitori. Dalla parte dell'offerta dei titoli, la società rinuncia a parte dei proventi per realizzare un buon track record circa la gestione dei rapporti con gli azionisti di mercato. Il prezzo massimo d'offerta pubblicato il giorno precedente rispetto l'inizio dell'offerta è usato come segnale sul mercato di quanto i collocatori si sentano fiduciosi. L'annuncio potrebbe avere un effetto controproducente se il prezzo praticato dall'emittente risulti più basso al massimo dichiarato al fine di assicurare la riuscita del collocamento. Per l'allocazione delle azioni, si deve valutare la necessità e l'opportunità riguardo le richieste pervenute, di trasferire azioni dalla quota prima riservata agli investitori istituzionali a quella relativa al

pubblico. Solitamente questa situazione è regolata da un contratto stipulato tra due consorzi. Se si dovesse verificare un eccesso della domanda istituzionale ovvero il caso di oversubscription (della tranche istituzionale), va deciso come dividere le azioni da collocare presso i vari investitori che ne hanno fatto richiesta. I criteri da seguire devono tener conto dei fattori quali la nazionalità e la tipologia dell'investitore, la tempistica e la dimensione degli ordini ricevuti. L'obiettivo è quello di collocare i titoli presso gli operatori in un'ottica di investimento di medio o lungo termine. In Italia nel caso di oversubscription della tranche retail, le norme impongono che venga sorteggiata una estrazione tra i richiedenti. Il global coordinator di cui si è potuta apprezzare la figura è presente in tutte le fasi dell'operazione, dal momento in cui si costituiscono consorzi sia di collocamento che di garanzia, alla predisposizione del prospetto informativo, al premarketing, all'organizzazione dei road show, al bookbuilding, alla costituzione del prezzo di offerta e infine della stabilizzazione del titolo sul mercato successivamente la quotazione. La creazione di un consorzio durante un'offerta pubblica è di competenza del global coordinator che spesso assume anche la qualifica di capofila (lead manager) dell'operazione.

CAPITOLO 3 - il caso di Airbnb

Airbnb è un'azienda leader nel settore della sharing economy nel comparto accommodation. È considerata la principale artefice di un processo di cambiamento nella concezione dell'idea di viaggio. Si tratta di un marketplace all'interno del quale si incontrano domanda e offerta di alloggi privati. La piattaforma online fa sì che i membri della community possano fare affidamento su più di un milione di annunci, listings, che vengono pubblicati quotidianamente da parte di host presenti oggi in gran parte del mondo e che desiderano offrire la loro stanza o casa ad uno sconosciuto, chiaramente dietro compenso. Per essere più specifici è un servizio di affitto di alloggi a breve termine la cui piattaforma collega i viaggiatori con gli host. I suoi clienti interagiscono con il servizio proprio come farebbero con un hotel, prenotando un alloggio, ma sono gli host che prendono le decisioni e fanno pagare per l'occupazione del loro divano, della loro stanza libera o dell'intera unità, mentre Airbnb si limita ad una commissione per ogni prenotazione e gli annunci includono sistemazioni di qualsiasi tipo (stanze private, interi appartamenti, castelli e ville, ma anche barche, baite, case sugli alberi, igloo, isole private e qualsiasi altro tipo di alloggio). L'azienda è stata lanciata nel 2008 e ha goduto dei primi successi durante la Convention Nazionale Democratica a Denver, in Colorado, e l'annuale South by Southwest ad Austin, Texas, quell'anno. Ora conta ville, castelli e attici di lusso tra i suoi annunci. Alla fine del 2017, l'azienda vantava oltre quattro milioni di annunci in tutto il mondo ed era valutata 31 miliardi di dollari, più delle catene alberghiere internazionali Hilton e Marriot. Airbnb ha effettivamente creato una nuova categoria di alloggi in affitto, gli affitti a breve termine, occupando una lacuna tra le tradizionali abitazioni residenziali in affitto e le sistemazioni alberghiere. Non è affatto l'unico fornitore di affitti a breve termine, ma è a detta di tutti la forza dominante, il suo concorrente più vicino, HomeAway con sede ad Austin conta circa la metà di unità (annunci) in tutto il mondo. Tuttavia, l'impatto di Airbnb sulle città e sui mercati immobiliari non è ben compreso, dal momento che l'azienda si sforza di nascondere le sue operazioni dall'esame. Il sito è stato aperto da Brian Chesky, Joe Gebbia e Nathan Blecharczyk nel giugno 2012 poteva vantare alloggi in oltre 26.000 città in 192 paesi e raggiunse 10 milioni di notti prenotate in tutto il mondo. Airbnb ha bruciato varie tappe prima di diventare la società che è oggi, riprendendone alcune:

- 2008 il sito viene lanciato insieme al sistema Payments, la piattaforma di pagamenti;
 - 2009 cambia ufficialmente nome da Airbed e Breakfast ad Airbnb e amplia l'offerta oltre alle sole stanze, ad appartamenti, case intere e case vacanze;
 - 2010 viene lanciata l'app e la funzione di prenotazione immediata;
 - 2011 si espande a livello internazionale inaugurando il primo ufficio fuori gli Stati Uniti, in Germania;
 - 2012 viene introdotta la garanzia Host fino a 1.000.000 USD;
 - 2014 il logo è stato aggiornato, lasciando il posto a the Bélo “the universal symbol of belonging”;
 - 2017 viene lanciata Aibiyng, versione cinese del marchio;
 - 2019 Airbnb firma l'accordo per l'acquisizione di HoltelTonight;
- Azioni messe in atto a seguito della pandemia:

- marzo 2020 viene lanciato il programma Alloggi per l'emergenza per ospitare in modo sicuro gli operatori sanitari e di primo soccorso durante la pandemia COVID-19 (introduzione protocollo di pulizia avanzato);
- aprile 2020 per ovviare alla necessità degli Host di recuperare i guadagni mancati durante la pandemia, parte Esperienze online;
- settembre 2020 è stato attivato il City Portal dedicato alle amministrazioni per educarle circa l'home-sharing;
- dicembre 2020 Airbnb si quota in borsa.
- maggio 2021 annuncio di Airbnb relativo a più di 100 aggiornamenti per semplificare i viaggi e l'attività di host.

3.1 Modello di Business

Nata durante la recessione, i fondatori avevano iniziato affittando un materasso ad aria nel loro soggiorno, un'alternativa economica per gli ospiti che avevano bisogno di risparmiare denaro soggiornando a San Francisco e una fonte di reddito aggiuntiva ai padroni di casa per aiutare a pagare l'affitto in una delle città più costose degli Stati Uniti. Le motivazioni dei primi tempi sono ancora alcune delle proposte di valore più pertinenti di Airbnb per i suoi utenti. Negli ultimi 12 anni, Airbnb è cresciuta fino a diventare un ampio concorrente anche per le più grandi catene di hotel e agenzie di viaggio online. A settembre l'azienda contava 7 milioni di inserzioni attive, annunci in più di 100 mila città in 220 paesi, 2 milioni di arrivi medi per notte, più di 41 miliardi di dollari generati in oltre 750 milioni di arrivi di ospiti in tutto il tempo (quasi quadruplicato negli ultimi 3 anni) e più di 50000 esperienze in 1000 città. Airbnb è uno dei migliori esempi di applicazione del modello di business a piattaforma, riuscendo a creare forti effetti di rete tra i partecipanti che è il concetto più importante di questo modello. Per avere una visione chiara e schematica del business è stato usato il modello di Canvas basato su nove elementi: Value Proposition; key partners; Key activities; key resources /assets; Customer segments; Channels; Customer relationships; Revenue; Cost Structure;

3.1.1 Value Proposition

Come platform business model, Airbnb ha bisogno di assicurarsi di fornire proposte di valore convincenti a entrambi i lati della piattaforma multi-sided ovvero gli ospiti e gli host. Nella maggior parte dei casi per i modelli di business a piattaforma, il valore viene fornito/scambiato tra i lati della piattaforma attraverso effetti di rete indiretti. In generale, si parla di tre proposte di valore, per gli ospiti, per gli host e per entrambi, quest'ultima riguarda quei momenti in cui le parti si accordano. La proposta di valore per gli ospiti si basa sulla scelta e varietà, sul risparmio e sull'autenticità/community, Airbnb ha una quantità ineguagliabile di varietà semplicemente basata sul fatto che ogni casa è diversa (esterno, interno e servizi), mentre gli hotel, dall'altro canto, necessitano di avere una sorta di comunanza per ottenere economie di scala e applicare processi ripetibili. La scelta e la varietà possono essere influenzate da molte dimensioni, la geografia dimostra che Airbnb può essere presente anche nelle aree più remote dove l'economia non sarebbe in grado di costruire hotel e questo include essere presenti in periferia soprattutto nelle città più grandi dove c'è la difficoltà per gli

alberghi di servire la clientela per via della bassa domanda nei giorni feriali. I servizi giocano un ruolo chiave nella decisione dell'alloggio (terrazza, barbecue, posizione), ma anche la tipologia dell'alloggio stesso. Le case Airbnb sono anche più economiche o forniscono più valore (costo rispetto a ciò che si ottiene) rispetto camere d'albergo di dimensioni comparabili. I servizi inclusi (ad esempio cucina, macchina per il caffè, lavatrice, altro) possono far risparmiare sui costi delle voci accessorie, come la colazione, i pasti e altro. Infine, una delle prime e ancora presenti proposte è quella di vivere il luogo in modo più autentico che può iniziare con il fatto che gli ospiti e i padroni di casa si incontrino, ma va molto più in profondità. Ad esempio, nei resort, le persone non possono sperimentare nulla in modo autentico, perciò, Airbnb si occupa anche di fornire informazioni locali attraverso raccomandazioni dalla gente del posto e di proporre eventi per aumentare il fattore esperienziale. La proposta di valore per gli host viene individuata nella generazione del reddito, nella minimizzazione del rischio, nella facilità di adesione alla piattaforma, nella presentazione, negli strumenti di gestione e nel costo di acquisizione del cliente. Alcuni padroni di casa affittano una delle loro stanze su base occasionale e non subaffitterebbero mai a lungo termine (reddito extra con qualche inconveniente) mentre altri affittano la loro proprietà che non usano personalmente perché possono ottenere un reddito più alto che attraverso affitti a lungo termine (anche se i tassi di occupazione, il carico di lavoro coinvolto, ecc. giocano un ruolo molto importante). La generazione di reddito è una motivazione chiave per scegliere se affittare o meno la propria proprietà ma sono tanti i rischi legati a questa attività, a tal proposito Airbnb offre soluzioni per molte delle preoccupazioni e dei rischi, tra cui un'assicurazione (che non copre totalmente), garanzie di vario tipo su richiesta dell'host e una lista di regole da rispettare da parte degli ospiti durante il soggiorno. La capacità di attirare gli host è anche influenzata dalla facilità di adesione alla piattaforma, con l'ausilio di una guida che faccia chiarezza. Dopo essersi registrati vengono forniti dei sistemi di gestione in particolare, un minisistema per gestire le prenotazioni, il quale contiene tutti i dettagli riguardo l'annuncio, il prezzo (che può variare per sconti o periodi), le date disponibili sul calendario e altri strumenti. Il costo di acquisizione del cliente può essere più economico a seconda del tipo di host. Gli hotel possono vendere camere attraverso Airbnb al 14-16% di commissioni che per molti può essere più economico che attraverso le grandi OTA (online travel agency), i proprietari di immobili possono usare altre piattaforme per l'affitto di case e usare Airbnb solo quando è più vantaggioso sostenendo dei costi quando l'azienda genera delle entrate per loro. Uno degli aspetti più importanti per l'azienda è la riduzione dell'attrito tra le parti coinvolte nella piattaforma, fondamentale durante le operazioni tra gli stessi. La proposta di valore per ospiti e host si basa su operazioni: di navigazione, di prenotazione, di pagamento, di check-in & out e di comunicazione. Airbnb è almeno alla pari con le grandi agenzie di viaggio online quando si tratta della presentazione delle loro pagine, la navigazione tra le varie proprietà, località e altro ma include anche l'accurata presentazione delle case/esperienze. Le prenotazioni oltre ad includere la selezione delle date e l'elaborazione del pagamento forniscono le regole della casa e molti altri dettagli. Airbnb gestisce l'elaborazione del pagamento e le politiche di cancellazione (c'è un certo margine di discrezionalità che offre diverse opzioni agli host ma con compromessi), in genere, c'è una parcella, mentre è diventato più normale per gli hotel (come le compagnie

aeree) aggiungere scelte accessorie alla pagina di checkout (parcheggio, colazione, vista, ecc.). Il processo di check-in (in particolare) può essere complicato se l'ospite non è fisicamente sul posto e potrebbe essere uno svantaggio per Airbnb, rispetto gli hotel se non fatto bene. Sono state trovate soluzioni appropriate come la consegna sicura delle chiavi e la capacità di comunicare tramite l'app, quest'ultima può aiutare a risolvere le domande prima del check-in e durante il soggiorno (equivalente alla reception di un hotel). La gestione dei rischi è uno dei punti più importanti e di potenziali attriti che possono impedire alle persone di usare Airbnb o tornare dopo una brutta esperienza. Il modo in cui le parti (che inizialmente sono estranei l'uno all'altro) interagiscono/trattano può provocare situazioni di conflitto, e inoltre non tutti i locali corrispondono ai requisiti di sicurezza standard. Per ovviare al problema Airbnb raccomanda standard di ospitalità, test di valutazione per ospiti e host potendo lasciare recensioni. Sono 6 le dimensioni fornite al cliente per valutare l'esperienza presso l'host: pulizia, accuratezza, comunicazione, posizione, check-in e valore. L'ultima dimensione riguarda in particolare la percezione degli utenti circa ciò che hanno ottenuto in cambio dei propri soldi. L'azienda punta ad aumentare e incentivare i superhosts che possono essere certi di tassi di prenotazione più alti e più alti livelli di prezzo. La maggior parte dei rischi e delle preoccupazioni riguarda questioni di hosting ma come anticipato Airbnb deve anche ridurre i rischi ad alto impatto, per esempio relativi alla sicurezza dei loro ospiti e ciò viene svolto attraverso una valutazione dei rischi tramite IA. Airbnb ha anche quello che chiamano una garanzia per l'ospite che è l'opzione per il rimborso (totale o parziale) e/o riprenotazione per inaccurate descrizioni del posto, servizi, ma anche biancheria sporca e altro.

Per concludere la discussione sulla value proposition, Airbnb guarda alle proposte di valore per i clienti in un senso più ampio, la loro comunità di host e ospiti possono collaborare per creare valore che di nuovo è difficile da modelli di business tradizionali da replicare. Ciò si può notare direttamente dalla proposta complementare di Airbnb Experiences lanciata durante il periodo covid e che ha riscosso un notevole successo. Il fenomeno può essere paragonato a quello dei volantini presenti nelle hall degli hotel. Si parla di più di 50 mila esperienze per oltre 1000 città. La manovra ha avuto un effetto anche di spinta verso un settore messo gravemente in difficoltà dalla pandemia e che ha saputo mantenere il proprio rapporto con i clienti. Sono state introdotte anche Airbnb Work, Plus e Luxe che sono nuovi livelli basati sulla stessa piattaforma, quindi hanno la stessa base di costo come tali. Work è una soluzione per chi effettua viaggi di lavoro, Plus ha un costo aggiuntivo ed è il driver nella verifica umana delle case mentre Luxe è il prodotto premium, con ampie verifiche umane più un progettista di viaggi dedicato e add-on. Con l'acquisizione di HotelTonight l'azienda è diventata possessore anche di un'app di booking nata come last minute ma che è popolare anche per scadenze oltre il last minute.

3.1.2 Key partners

L'azienda distingue tra i partner, quelli che sono cruciali per la piattaforma, e altri partner. I partner cruciali di Airbnb sono gli host, inclusi i superhost. Gli host sono sul lato dell'offerta e aiutano nel fornire la proposta di valore al lato della domanda (ospiti) e mettono le loro proprietà e/o servizi a disposizione. Raggiungere una massa critica di offerta e varietà di scelta è importante per la proposta di valore del cliente. Gli host vengono distinti come rental host (locatori), event host che si offrono per offrire anche esperienze, online event host (causa covid) e infine i superhost che hanno un grosso spessore perché danno un senso di basso rischio e possono aiutare a ridurre i costi di acquisizione di clienti aumentando il proprio ritorno. Sono soprattutto loro a beneficiare dei reward per evitare o che passino ad altre piattaforme o che facciano del multihoming.

Fa parte del playbook per le compagnie di viaggio collaborare con i molti enti e comunità turistiche nei dintorni, concentrando i loro sforzi principali sulla collaborazione con gli enti del turismo per stimolare la domanda (spesso attraverso collaborazioni di marketing). L'azienda sembra concentrarsi di più sulla collaborazione con le comunità e i gruppi sottorappresentati, basti guardare la newsroom della comunità di Airbnb per avere una chiara indicazione. L'azienda sta collaborando con molte altre aziende tecnologiche su ciò che è competitiva per questo è interessata a tutte quelle startups tech che possano aumentare il vantaggio competitivo dell'azienda. La lista di partner e software è lunga e molti di loro sono fornitori di tecnologia nel settore dei viaggi. Sono utilizzate per ottenere il listing, per gestire le prenotazioni e altri compiti tipici. Queste non sono esclusive di Airbnb, le stesse piattaforme sono utilizzate da altre agenzie di viaggio online (ad esempio Booking.com) per gli stessi scopi. L'azienda si è fatta notare quando ha iniziato a collaborare con SiteMinder per connettersi agli hotel boutique che è utilizzata anche da 280 OTA e un totale di oltre 400 partner. Mappe, piattaforme di pagamento, cloud storage, identificazione e molte altre tecnologie sono importanti ma non sono un vantaggio distintivo difficile da replicare. Ci sono altri partner, come i partner di viaggio aziendali, gli associati, i venture capitalist / investitori, i partner commerciali e altri ancora. Grazie ad alleanze con piattaforme come Concur e Flight Center, Airbnb diventa disponibile per i travel manager. Airbnb gestisce anche associati retribuiti attraverso commissioni per condurre attività di booking o esperienza. Ricevono una commissione del 30% per chi prenota e completa un soggiorno attraverso il contenuto dell'associato (25% per le esperienze). Si differenzia anche da Yelp che fa affidamento su contenuti/recensioni/foto da una squadra d'élite che scrivono solo recensioni per pagine di Yelp.

3.1.3 Key activities

Avendo raggiunto una scala considerevole, ci sono tre tipi di attività chiave: l'eccellenza operativa (cioè, coerenza), la continua espansione della base di host/ospiti (cioè la traiettoria di adozione dell'innovazione) e il miglioramento e sviluppo delle proposte di valore. Dal punto di vista del modello di business della piattaforma, la maggior parte di queste attività possono anche essere classificate in riduzioni dei costi di ricerca, di transazione/post-transazione, così come il miglioramento degli effetti di rete positivi e la riduzione di quelli negativi. Per raggiungere/mantenere la stabilità, gli hotel possono cedere parte di essa perché la maggior parte dei fattori che contribuiscono ad essa sono sotto il loro controllo. Con Airbnb che collega due estranei, non è il caso. Gli host non ricevono formazione e (almeno inizialmente) hanno poca esperienza. Man mano che cresce la sua base di utenti, la società ha bisogno di assicurarsi che i suoi host forniscano un buon valore per il prezzo che fanno pagare. Hanno diversi livelli di requisiti e consigli, oltre alle basi si forniscono un centinaio di articoli relativi agli host di cui 45 riguardano informazioni generali, 33 come creare un luogo accogliente, 36 sull'ospitalità, ad esempio gli standard per hotel e super host sono più alti. Gli effetti di rete sono spesso indicati come vantaggio competitivo delle platform business e la crescita della base di utenti della piattaforma è un modo importante per migliorare ulteriormente gli effetti di rete e la proposta di valore. Per crescere gli effetti di rete devono aumentare gli host al fine di avere più inventario e scelta per gli ospiti, questo è altrettanto vero per i soggiorni e le esperienze. Le esperienze basate sulla destinazione formano una preziosa offerta complementare ma per aumentare gli effetti di rete, il lato degli ospiti deve crescere in modo proporzionale. Inoltre, Airbnb avrà bisogno di una massa critica in luoghi ricercati. Altre attività riguardano il miglioramento delle proposte di valore esistenti e lo sviluppo di nuove, ad esempio, nuovi livelli di offerta con Airbnb Plus e Luxe. Quando è iniziata la pandemia COVID-19, Airbnb ha costruito e lanciato Online Experiences in soli 14 giorni. Il feedback sembra così positivo che probabilmente supererà il periodo di covid (anche se è difficile vedere gli effetti di rete al centro). Stanno lavorando con grandi sviluppatori e proprietari di immobili per poter aggiungere complessi multi-casa al loro inventario, finora con poco successo.

3.1.4 Key resources

La risorsa più importante del modello di business a piattaforma che deve essere aggiornata e coltivata sono i suoi effetti di rete. I dati, gli algoritmi e la capacità di analizzare e ottenere intuizioni sono essenziali. Gli effetti di rete positivi possono essere diminuiti dalle relazioni negative con i clienti e devono essere mantenuti e migliorati come parte delle attività chiave. Per i partecipanti (host e ospiti) sono essenziali e affinché gli effetti si verifichino, è necessario che un numero sufficientemente grande di essi sia presente sulla piattaforma (naturalmente a una velocità sufficiente di transazioni). Il marchio di Airbnb è un asset cruciale per ciò che rappresenta, osservando Booking.com, Expedia e TripAdvisor i marchi sono un po' intercambiabili, ma Airbnb è unico e riconoscibile. Tutto il lavoro che è stato fatto per costruire il marchio è stato orientato a non essere visto come un intermediario ma come fornitore effettivo dell'esperienza del cliente: "It's a symbol for people who want to welcome into their home new experiences, new cultures, and new conversations. We're proud to

introduce the Bélo: the universal symbol of belonging” (Airbnb, 2014). I digital asset sono composti dalla user app, dal sito, dal centro di risorse per gli host, dagli account social e da altro stack tecnologico. La proprietà intellettuale invece, a differenza di molte aziende tech, Airbnb sorprendentemente detiene pochi brevetti (poche decine). Basti pensare ad Uber che ne detiene più di 1000. L’azienda è riuscita a creare valore strategico nel tempo anche attraverso le acquisizioni che riguardano la capacità di acquisto di aziende tra le quali: Accoleo, Crashpadder, Dailybooth, NabeWise, Fondu, HotelTonight, Urbandoor e altre di cui non è chiaro a cosa sia servita la tecnologia.

3.1.5 Customer segments

Essendo una piattaforma multi-sided business, Airbnb ha bisogno di segmentare entrambe le parti: gli ospiti e gli host. A seconda dello scopo, la società probabilmente usa la classica segmentazione del mercato così come la micro-segmentazione. I segmenti identificati possono essere utilizzati per una varietà di scopi, incluso il marketing, lo sviluppo di nuovi prodotti e importanti decisioni di crescita del business e altro ancora.

I potenziali modi per segmentare gli ospiti sono in base ai dati geo-demografici (informazioni personali) e ai dati comportamentali, quest’ultimi riguardano la tipologia del viaggio, il tipo di affitto, il numero di ospiti, le motivazioni e interessi. La segmentazione per dati geo-demografici avviene per tipologia di affitto e alloggio fornito, per tipologia di località, alle motivazioni che spingono ad ospitare ed esperienze fornite. La segmentazione degli ospiti si esegue in base alle motivazioni e si possono distinguere cinque tipologie di guests: money saver, home seekers (chi cerca casa), collaborative consumers, pragmatic novelty seekers (chi cerca novità pratiche riguardo la casa), interactive novelty seekers (chi cerca novità interattive). È possibile osservare differenze tra questi cinque gruppi circa le motivazioni predominanti nella scelta di usare Airbnb. Per i viaggi di piacere è inoltre possibile effettuare un’ulteriore segmentazione per le tendenze comportamentali e come esse si modifichino nel tempo. Questi dati di segmentazione non vengono sfruttati per decisioni di marketing ma per prendere anche decisioni aziendali fondamentali. Se si monitorasse una tendenza si potrebbe se è possibile usarla per sviluppare il business, esempi pratici sono Airbnb Work, Plus, Luxe, algoritmi, e tutto ciò che concerne lo sviluppo di nuove offerte/ proposte di valore.

3.1.6 Channels

I canali di marketing e di vendita includono: il passaparola, la copertura mediatica, i social media, campagne pubblicitarie. Il passaparola è uno dei fattori più forti che può aiutare ad alleviare le preoccupazioni che gli utenti possono avere prima del primo utilizzo mentre i social media offrono una gratuita e costante copertura mediatica: Youtube con 220 mila iscritti (host tips, travel videos, updates, altro), Twitter con 730 mila followers (simile alla newsroom), Facebook dove l’azienda conta 16 mln likes, LinkedIn con 1.4 mln followers (simile alla newsroom), Pinterest 100 mila follower, Instagram 4,9 mln e le condivisioni sui social media tra le persone. Le campagne pubblicitarie digitali si concretizzano attraverso Google Ads e social media, attualmente le loro più grandi campagne di marketing sono le Olimpiadi e le Paralimpiadi. È abbastanza

notevole che Airbnb non usi le agenzie di viaggio come canali di vendita poichè come menzionato sotto i partner chiave, ottengono l'inventario da terze parti (boutique/piccoli hotel) sulla loro piattaforma attraverso interfacce tecniche. I canali di transazione riguardano l'app tra cui pianificazione, prenotazione e pagamento e il canale per i viaggi d'affari tramite il portale SAP Concur ed è questo l'unico caso in cui Airbnb permette prenotazioni per conto di altri cioè le loro squadre. La maggior parte delle aziende nell'industria del turismo cerca di massimizzare le vendite utilizzando tutti i canali disponibili mentre Airbnb fa il contrario e cerca di ridurre al minimo gli intermediari e costruire relazioni dirette con i suoi clienti. I viaggi aziendali sono l'unica (parziale) eccezione a questo per il resto è la piattaforma (app) che gestisce prenotazioni e pagamenti fungendo inoltre da mezzo di comunicazione tra host e guest.

3.1.7 Customer relationships

Vi sono importanti livelli di relazioni che Airbnb deve promuovere, alcuni dei più importanti includono le loro relazioni con gli host e gli ospiti, le città/comunità, l'ambiente più ampio degli stakeholder, e le esternalità più ampie. L'azienda è riuscita ad evitare grandi ricadute a differenza di Uber, anche se entrambe hanno problemi in vari stati. Si può dire che l'azienda stia facendo più della maggior parte, se non fondamentalmente tutte, le altre grandi piattaforme nella gestione delle loro relazioni con gli ospiti e gli host così come le relazioni tra questi due gruppi cruciali. I punti individuati affinché gli host e gli ospiti possano sentirsi bene durante il rapporto con Airbnb sono: la sicurezza di entrambe le parti, il mantenimento della proposta di valore sull'hosting e la coerenza nel farlo, l'autenticità del soggiorno, il rispetto per la proprietà dell'host con l'adesione alle regole della casa (in particolare le regole intorno alle feste, animali domestici, fumo), la risoluzione tempestiva delle richieste degli ospiti, la gestione dei problemi, il supporto durante l'on-boarding e la generazione di reddito per gli host. Riferendoci alla comunità e agli stakeholder si deve guardare oltre il cliente diretto per capire l'impatto dei modelli di business delle piattaforme. Questi modelli di business sono un fenomeno emergente con considerazioni e problemi da risolvere, ad esempio i vicini possono segnalare feste più altri problemi e risolvere questo problema renderebbe Airbnb più affidabile (in seguito ad una sparatoria l'azienda ha vietato tutte le feste a tempo indeterminato). Le comunità temono l'impatto che potrebbe avere l'affitto a breve termine a rotazione nel loro quartiere o nella porta accanto sulla qualità della vita. Gli affittuari a breve termine possono comportarsi diversamente rispetto a come si comportano a casa loro e nel loro quartiere. Da questo punto di vista, è una preoccupazione valida che può riguardare molti aspetti, dal rumore ad altri fastidi. L'azienda ha fornito però moltissime risorse per promuovere le moltissime località presenti sul sito. Infine, si teme che il reddito generato attraverso la locazione spesso non sia dichiarato ed è pertinente in quanto Airbnb ha avuto successo nel non consegnare i dati degli host alle forze dell'ordine portando a conseguenze come la restrizione intorno ai giorni all'anno di affitto a breve che ha il maggiore impatto finanziario sull'azienda. Alcune città hanno chiesto ad Airbnb di consegnare i dati degli host in modo da poter controllare se gli stessi rispettino la legge, ma per evitare ciò l'azienda ha intrapreso un'azione legale. Le città hanno sostenuto che gli host non rispettano le leggi se non viene concesso alle città di svolgere i

controlli dovuti, di contro la società ha sostenuto che sarebbe una violazione della privacy consegnare i dati (che i tribunali hanno accettato). San Francisco ha raggiunto un accordo in base al quale Airbnb non può inserire sul sito case che non rispettano le regole e l'effetto è stato che 4.000 degli allora 9.000 annunci sono scomparsi. L'impresa ha dichiarato che circa il 20% è stato recuperato da allora, ma si può osservare l'impatto negativo. La situazione differisce per città e stato, ad esempio, a New York è stato raggiunto un accordo in base al quale Airbnb deve segnalare gli affitti degli host che non acconsentono a fornire i dati e questo può avere un grande impatto sul mercato di Airbnb nella città anche se gli effetti saranno noti dopo un po' di tempo poiché la vicenda è ancora in atto. Solo nel 2018 era stato posto un budget legale di 60 mln di dollari. I paesi dove sono presenti regole per l'hosting responsabile sono: Regno Unito, Germania, Berlino, Francia.

L'attività di Airbnb genera esternalità socioeconomiche che non sono facili da osservare ma rispondono alla necessità di capire la sostenibilità nel tempo di questi progetti e se gli stessi possano gestirsi autonomamente. L'argomento non va sottovalutato e non riguarda solo Airbnb ma il mondo della gig economy (modello economico basato sul lavoro a chiamata, occasionale e temporaneo, e non sulle prestazioni lavorative stabili e continuative, caratterizzate da maggiori garanzie contrattuali.) che tendenzialmente forma dei microimprenditori che decidono quando e se lavorare. Molti sono solo lavoratori occasionali che spesso hanno già un'altra forma di reddito. La capacità di queste piattaforme a livello sociale è impressionante sia per impatti positivi ma anche negativi e se dovessimo generalizzare dei problemi la maggior parte delle questioni ruotano intorno ai diritti e condizioni dei lavoratori, la cui risoluzione dovrebbe consistere nella ricerca di soluzioni innovative e reciprocamente vantaggiose per questi problemi. Molti altri aspetti invece mostrano come sia una fonte aggiuntiva di reddito, alle partecipazioni a un consumo più equo, all'aumento del tessuto sociale e a una nuova forma di interazione tra microimprenditori.

3.1.8 Revenue

Le entrate della società si classificano in ricavi di segmento ed entrate su base geografica. Della prima fanno parte i ricavi relativi ai soggiorni, ad Airbnb for Work, a Esperienze Online e altro tra cui rientrano le entrate generate da Hoteltonight. Le entrate su base geografica servono per osservare territorialmente i risultati dell'azienda e la pandemia ha reso ciò ancora più importante per via del diverso impatto del virus sulle diverse aree del mondo. A metà del 2019, Airbnb ha iniziato a implementare una nuova struttura tariffaria e i piani sono stati implementati per un periodo prolungato partendo dai proprietari multi-casa e dagli hotel, per poi averla finita nel 2020. Ciò è rilevante a causa della concorrenza con le OTA. I cambiamenti che interessano gli ospiti sembrano essere stati messi in attesa per ora e attualmente la struttura tariffaria si compone del modello split-fee (applicabile alla maggior parte delle proprietà) e del modello di tariffa per soli ospiti.

Nel primo modello gli host pagano una tassa di servizio del 3%* (dedotta dal payout) che può essere più alta in alcuni casi (Airbnb Plus, Super, rigida politica di cancellazione), mentre gli ospiti pagano una tassa di servizio fino al 14,2% in base a una serie di fattori. Le spese di servizio si applicano sulla tariffa notturna più le spese di pulizia e spese aggiuntive per gli ospiti. Nel secondo la tassa per il solo ospite varia dal 14% al

16% ed è obbligatoria per hotel e alcuni altri host, ad esempio i componenti di Airbnb Plus e gli host che usano politiche di cancellazione molto rigide potrebbero pagare di più. È presente una commissione di servizio pagata dagli host per le inserzioni nella Cina continentale che è del 10% oltre le commissioni che vengono detratte dal payout. Altre tasse che possono essere applicate riguardano la tipologia dell'host/prenotazione, possono riguardare anche: le spese di pulizia, tassa per gli ospiti extra, deposito cauzionale, la tassa di servizio di Airbnb che include le spese su questi ma esclude le tasse statali (questo ha senso per ovvie ragioni perché altrimenti l'host sarebbe incentivato a spostare le loro spese dalla tariffa notturna alle spese di pulizia per non dover pagare ad Airbnb la loro parte) e infine l'imposta sul valore aggiunto (IVA, JCT e GST) o le tasse locali che si applicano a seconda della geografia. Airbnb experiences prevede una quota fissa del 20% per l'host (che può essere eliminata per certe esperienze di impatto sociale) e nessuna tassa di servizio per gli ospiti. Alcune osservazioni sul modello di prezzi di Airbnb:

1. Con la maggior parte delle inserzioni, gli ospiti pagano una commissione 3-4 volte più alta per transazione rispetto agli host. Airbnb voleva allontanarsi da questo per essere più allineato con le OTA che hanno un forte principio di non far pagare gli ospiti. Ma naturalmente, alla fine, è sempre l'ospite che paga il conto. In un periodo di tempo prolungato, questi costi si spostano lentamente (o rapidamente) verso il costo delle entrate (o del marketing/vendite) e vengono incorporati nel prezzo della prenotazione.
2. Politiche di cancellazione più rigide, possono portare ad una tassazione più alta.
3. La tassa di servizio per gli ospiti di Airbnb Plus è più alta perché ha un costo di base maggiore (verifica umana). Di Airbnb Luxe si sa poco ma che probabilmente sono contratti caso per caso.
4. Rimarrà da vedere come Airbnb continua il passaggio a un "host-only" o meglio struttura di servizio a pagamento dopo il Coronavirus per convergere verso le OTA.

3.1.9 Cost structure

La struttura dei costi non è molto complicata. Fra le voci di costo chiave si trova il costo delle entrate che include i premi assicurativi, le tasse di pagamento, i costi tecnologici, i costi su vendite e marketing che servono a promuovere la pubblicità per acquisire e mantenere i clienti (host e ospiti) e in questo caso il costo potrebbe includere sconti, promozioni, rimborsi (covid e altri), commissioni di riferimento, ecc. Altre voci di costo sono quelle per la ricerca e sviluppo riguardano costi di ingegneria, sviluppo del prodotto, design, miglioramento della piattaforma e altri costi di R&S e quelle relative la General & Admin: gestione generale, dirigenti, impiegati amministrativi (ad esempio HR, finanza, ecc.), spese legali, servizi professionali. Sul totale dei costi influiscono anche il deprezzamento e ammortamento e altri costi, compresi gli interessi passivi.

Figura 3.1 – Airbnb business model Canvas



Fonte: <https://innovationtactics.com/business-model-canvas-airbnb/>

3.2 L'IPO di Airbnb

Airbnb si è quotata in borsa il 10 dicembre 2020 al NASDAQ e in un solo giorno il valore delle azioni ABNB sono passate da un prezzo di \$68 a 146\$. Della quotazione dell'azienda si parlava già da qualche anno ed era stato deciso che l'entrata in borsa sarebbe avvenuta a inizio del 2020. La pandemia ha però costretto Airbnb a cambiare piani e per ovviare alla crisi sono stati tagliati costi, licenziato personale e prese altre drastiche decisioni per permettere alla società di arrivare alla quotazione di oggi. Il Financial Times ha descritto l'IPO come una delle più attese di sempre, tra le aziende della Silicon Valley ed è stata la più grande quotazione statunitense dell'anno. Per il Wall Street Journal, in questo 2020 Airbnb ha avuto «un'esperienza di premorte» in seguito alla quale ha saputo «tirarsi fuori dal baratro» e arrivare infine alla quotazione di oggi, «che solo pochi mesi fa sarebbe sembrata impossibile». (Wall Street Journal, 2020) Secondo l'articolo dell'Economist, «a marzo, quando Chesky aveva finito le ultime correzioni ai documenti necessari per la quotazione, arrivò la pandemia, e anziché andare a New York per suonare la campanella con cui si dà inizio agli scambi azionari di Wall Street, si trovò a passare giorni e notti su Zoom». E secondo le parole di Chesky «fu come tirare di colpo il freno mentre stai andando a cento miglia all'ora». (Economist, 2020) Chesky insieme ai due co-fondatori si dedicarono a una totale ristrutturazione aziendale, prendendo in poche settimane decisioni che valevano anni. Tra maggio e giugno del 2020, Airbnb ha iniziato a registrare qualche segnale di ripresa, soprattutto da parte di persone che vivono nelle grandi città e che vogliono passare un po' di tempo in abitazioni che non siano troppo distanti da dove vivono, e anche per la necessità di limitare i contatti con altre persone. Secondo il Wall Street Journal, Chesky «cambiò di conseguenza, e in fretta, la strategia di Airbnb: dopo anni in cui la sua forza erano stati gli affitti nelle grandi città visitate dai turisti, a giugno l'azienda ridisegnò il sito e l'app affinché l'algoritmo mostrasse ai possibili viaggiatori alloggi di ogni tipo – casette ma anche sfarzose case sulla spiaggia – che fossero vicini ai loro luoghi di residenza» (Wall Street Journal, 2020). Tra luglio e settembre la situazione è migliorata e si stima che una gran parte di queste prenotazioni erano fatte per soggiorni a meno di 500 chilometri dal luogo di partenza. Dopo quindi aver sistemato i conti, Airbnb si è quotata in borsa ed è arrivata ad una capitalizzazione di circa 100 miliardi di dollari. Superando il valore delle tre principali catene di hotel Americane (Marriott, Hilton e Hyatt). L'azienda ha incassato i colpi della pandemia nei mesi primaverili e come indicato dal prospetto sui dati economici della società californiana consegnato alla SEC ad agosto, è riuscita a registrare un incoraggiante rialzo, con gli utili del terzo trimestre che hanno toccato quota 219 milioni di dollari. La dichiarazione di registrazione della società sul modulo S-1 (la "dichiarazione di registrazione dell'IPO") relativa alla sua offerta pubblica iniziale ("IPO") è stata dichiarata effettiva il 9 dicembre 2020 e le azioni ordinarie di classe A della società hanno iniziato la negoziazione sul Nasdaq Global Select Market il 10 dicembre 2020. Il 14 dicembre 2020, la Società ha completato la sua IPO, in cui la Società ha venduto 50,0 milioni di azioni ordinarie di Classe A ad un prezzo al pubblico di 68,00 dollari per azione. Lo stesso giorno, la società ha venduto ulteriori 5,0 milioni di azioni ordinarie di Classe A ad un prezzo di 68,00 dollari per azione in seguito all'esercizio dell'opzione da parte dei sottoscrittori di acquistare ulteriori azioni. L'azienda ha ricevuto proventi netti aggregati di \$3.7 miliardi dopo aver dedotto sconti e commissioni

di sottoscrizione di \$79.3 milioni e spese di offerta di \$9.8 milioni. Al completamento dell'IPO, tutte le parti in circolazione delle azioni privilegiate convertibili riscattabili dell'azienda, di cui 239.623.894 parti erano in circolazione prima dell'IPO, sono state convertite in un totale di 240.910.588 parti delle azioni ordinarie della classe B, comprese 1.286.694 parti delle azioni ordinarie emettibili conformemente alle disposizioni di registrazione anti-diluizione relative alle azioni privilegiate convertibili riscattabili di serie C dell'azienda. Al momento dell'IPO, l'azienda ha riconosciuto 2.8 miliardi di dollari di spese di compensazione basate sulle azioni per i premi con una condizione di maturazione basata sulle prestazioni di un evento di liquidità soddisfatta al momento dell'IPO. Sono state quindi emesse azioni relative alla maturazione delle unità azionarie limitate ("RSU") con tali condizioni di maturazione basate sulle prestazioni. La Società ha trattenuto 24.2 milioni di azioni ordinarie e in base al prezzo di IPO di \$68,00 per azione per soddisfare la ritenuta fiscale e la rimessa di circa \$1.6 miliardi. In base al certificato di costituzione della società, che è diventato effettivo immediatamente prima del completamento dell'IPO, la società è autorizzata a emettere 4.736.000.000 di azioni ordinarie, comprese 2.000.000.000 di azioni ordinarie di classe A, 710.000.000 di azioni ordinarie di classe B, 2.000.000.000 di azioni ordinarie di classe C e 26.000.000 di azioni ordinarie di classe H. Di conseguenza, dopo il completamento della IPO, l'azienda ha quattro classi di azioni ordinarie autorizzate: Azioni ordinarie di classe A, classe B, classe C e classe H, di cui la classe A e la classe B avevano azioni in circolazione al 31 dicembre 2020. Nel novembre 2020, 9.200.000 azioni ordinarie di classe H sono state emesse a favore della società interamente controllata Host Endowment Fund e detenute come azioni proprie. La mancanza di un mercato attivo può compromettere la capacità di vendere le azioni nel momento in cui si desidera vendere o ad un prezzo che si considera ragionevole, ridurre il valore equo di mercato delle azioni, compromettere la capacità di raccogliere capitale per continuare a finanziare le operazioni attraverso la vendita di azioni e danneggia la capacità di acquisire altre società o tecnologie utilizzando le azioni come corrispettivo. Il prezzo dell'offerta pubblica iniziale è stato determinato dai negoziati fra la società e i sottoscrittori e potrebbe non essere indicativo dei prezzi futuri delle azioni ordinarie di classe A. Il prezzo delle azioni può essere volatile e gli investitori potrebbero non essere in grado di vendere le azioni a un prezzo pari o superiore a quello dell'offerta. Il prezzo di mercato delle azioni ordinarie di Classe A è probabile che sia volatile e potrebbe essere soggetto ad ampie fluttuazioni in risposta ai fattori di rischio descritti in questo prospetto e ad altri fuori dal controllo della società. Questi rischi si riferiscono alla pandemia COVID-19 e il suo impatto sull'industria dei viaggi e degli alloggi, alle fluttuazioni effettive o previste nelle entrate o in altri parametri operativi, alle prestazioni operative effettive/previste e le prestazioni operative dei concorrenti, ai cambiamenti nelle proiezioni finanziarie che si forniscono al pubblico o il mancato rispetto di queste proiezioni, al fallimento degli analisti di titoli di iniziare o mantenere la copertura, ai cambiamenti nelle stime finanziarie da parte degli analisti di titoli che seguono l'azienda, o il fallimento nel soddisfare le stime o le aspettative degli investitori, a qualsiasi cambiamento importante nel consiglio di amministrazione, gestione o personale chiave, all'economia nel suo complesso e le condizioni di mercato nel settore, alle voci e speculazioni di mercato che coinvolgano l'azienda o altre dello stesso settore, ad annunci di innovazioni significative, nuovi prodotti,

servizi, caratteristiche, integrazioni o capacità, acquisizioni, investimenti strategici, partnership, joint venture o impegni di capitale, al panorama legale e normativo e i cambiamenti nell'applicazione delle leggi esistenti o l'adozione di nuove leggi che hanno un impatto sull'attività, sui padroni di casa e/o sugli ospiti, compresi i cambiamenti nell'occupazione a breve termine e nelle leggi fiscali, ai reclami legali e normativi, contenziosi o controversie precontenzioso e altri procedimenti, ad altri eventi o fattori, compresi quelli derivanti da guerre, incidenti terroristici o risposte a tali eventi e infine alle vendite previste delle azioni ordinarie di Classe A dal lato società, e dai suoi funzionari, direttori, azionisti principali e dipendenti. Se il prezzo di mercato delle azioni ordinarie di Classe A dopo l'offerta non avesse superato il prezzo dell'offerta pubblica iniziale, non vi sarebbe stato alcun ritorno sull'investimento e avreste perso parte o tutto l'investimento. Inoltre, i mercati azionari, e in particolare la negoziazione delle azioni delle aziende di viaggio e delle aziende tecnologiche, hanno subito significative fluttuazioni di prezzo e di volume che hanno influenzato e continuano ad influenzare i prezzi di mercato dei titoli azionari di molte aziende. I prezzi delle azioni di molte aziende, comprese le aziende tecnologiche, hanno fluttuato in un modo spesso non collegato alla performance operativa di queste aziende. Queste fluttuazioni possono essere ancora più pronunciate nel mercato di scambio delle azioni ordinarie di classe A, poco dopo la quotazione sul NASDAQ Global Select Market, come risultato delle forze circa la domanda e l'offerta descritte sopra. In passato, gli azionisti hanno istituito una class action sui titoli in seguito a periodi di volatilità delle azioni. Se l'azienda dovesse essere coinvolta in controversie sui titoli, potrebbe essere soggetta a costi sostanziali, distogliendo le risorse e l'attenzione dell'amministrazione dal business stesso e influenzando negativamente il business, i risultati delle operazioni e la condizione finanziaria.

3.3 Categorie di azioni

Le azioni Airbnb – sigla “ABNB” – che vengono scambiate sulla Borsa di New York sono suddivise in tre categorie: quelle di Classe A con 1 voto per share, quelle di Classe B relative ai fondatori e ai fedelissimi dell'azienda con venti voti per azione, e infine quelle di Classe H - riservate agli host che operano da lungo tempo sulla piattaforma e a cui non sarà riconosciuto alcun diritto di voto. Tutte le azioni in circolazione delle azioni privilegiate convertibili riscattabili sono state convertite in azioni della Classe B immediatamente prima del completamento dell'offerta. Inoltre, tutte le opzioni di acquisto di azioni del capitale sociale, RSU e warrant in circolazione prima del completamento di questa offerta possono essere esercitate o saranno regolate in azioni ordinarie di Classe A o di Classe B.

3.3.1 Diritti di voto

Ogni titolare delle azioni ordinarie di Classe A ha diritto a un voto per azione, i titolari delle azioni ordinarie di Classe B hanno diritto a 20 voti per azione e i titolari delle azioni ordinarie di Classe C insieme ai titolari delle azioni ordinarie di Classe H hanno diritto a nessun voto per azione, su tutte le questioni sottoposte al voto degli azionisti. I detentori delle azioni con diritto di voto, che consistono in azioni ordinarie di classe A e di classe B, generalmente voteranno insieme come una singola classe su tutte le questioni sottoposte al voto

degli azionisti, a meno che non sia diversamente richiesto dalla legge del Delaware o dal certificato di incorporazione modificato. La legge del Delaware potrebbe richiedere ai titolari delle azioni ordinarie di Classe A, di Classe B, di Classe C o Classe H di votare separatamente come una singola classe nelle seguenti circostanze:

-se si dovesse cercare di emendare il certificato ristretto di costituzione per aumentare o diminuire il valore nominale di una classe del capitale sociale, allora quella classe dovrebbe votare separatamente per approvare l'emendamento proposto;

-se si dovesse cercare di emendare il certificato di costituzione in un modo che altera o cambia i poteri, le preferenze o i diritti speciali di una classe del capitale sociale in modo negativo. I detentori della classe sarebbero tenuti a votare separatamente per approvare l'emendamento proposto, a condizione che se l'emendamento influisse negativamente su una o più serie della classe ma non su tutte le serie della classe, allora solo i detentori delle serie che sono interessate negativamente, votando insieme come una classe, sarebbero tenuti ad approvare separatamente l'emendamento.

Il certificato di costituzione rinnovato della società non prevede il voto cumulativo per l'elezione degli amministratori.

3.3.2 Diritti sui dividendi

I titolari delle azioni ordinarie di Classe A, Classe B, Classe C e Classe H hanno diritto a ricevere i dividendi che possono essere dichiarati di volta in volta dal consiglio di amministrazione a partire dai fondi legalmente disponibili.

3.3.3 Conversione delle azioni

Ogni azione in circolazione delle azioni ordinarie di Classe B è convertibile in qualsiasi momento, a discrezione del titolare, in un'azione ordinaria di Classe A.

Le azioni ordinarie di classe C non saranno convertibili in altre azioni del capitale sociale. Attualmente non è in programma di emettere azioni ordinarie di classe C. Tutte le azioni ordinarie in circolazione di Classe H saranno convertite in azioni ordinarie di Classe A sulla base del trasferimento, assegnazione, vendita o altra disposizione di tale azione ordinarie di Classe H a qualsiasi persona o entità che non sia una controllata.

3.3.4 Uso dei proventi

Come già anticipato sono stati raccolti circa 3.7 miliardi di dollari in proventi netti dopo aver dedotto sconti e commissioni di sottoscrizione per 79.3 milioni di dollari e spese di offerta per 9.8 milioni di dollari. Una parte dei proventi netti sono stati già usati, e si intende utilizzare il resto dei proventi netti, per soddisfare le ritenute fiscali e gli obblighi di rimessa relativi alla liquidazione delle RSU in circolazione in relazione all'IPO per un totale di circa 1.6 miliardi di dollari, e per scopi aziendali generali, tra i quali il capitale circolante, le spese operative e le spese di capitale. Inoltre, si possono usare una parte dei ricavati netti per acquisire o fare

investimenti nei commerci, prodotti, offerte e tecnologie, anche se non vi sono accordi o impegni per qualsiasi acquisizione o investimento materiale in questo momento. In relazione all'offerta, 1.323.531 parti di azioni ordinarie della classe A sono state vendute dagli azionisti esistenti. Non è scaturito alcun ricavo dalla vendita di azioni da parte di questi azionisti né sostenuto costi diretti associati alla vendita di queste azioni. I rappresentanti dei sottoscrittori dell'IPO erano Morgan Stanley & Co. LLC e Goldman Sachs & Co. LLC. Nessun pagamento è stato effettuato ai direttori, ai funzionari, o alle persone che possiedono dieci per cento o più delle azioni ordinarie o ai loro soci, o alle filiali, tranne i pagamenti nel corso ordinario di affari ai funzionari per gli stipendi ed ai direttori non dipendenti secondo la politica societaria della compensazione del direttore.

3.3.5 La sottoscrizione

In base ai termini e alle condizioni di un accordo di sottoscrizione, i sottoscrittori indicati di seguito, per i quali Morgan Stanley & Co. LLC e Goldman Sachs & Co. LLC agiscono come rappresentanti, hanno accettato di acquistare e gli azionisti venditori hanno accettato di vendere loro, separatamente, il numero di azioni indicato di seguito: 51.914.894 (Number of Shares).

I nomi: Morgan Stanley & Co. LLC; Goldman Sachs & Co. LLC; Allen & Company LLC; BofA Securities Inc.; Barclays Capital Inc.; Citigroup Global Markets Inc.; BNP Paribas Securities Corp.; Mizuho Securities USA LLC; Credit Suisse Securities (USA) LLC; Deutsche Bank Securities Inc.; Jefferies LLC; Wells Fargo Securities, LLC; Robert W. Baird & Co. Incorporated; Canaccord Genuity LLC; Cowen and Company, LLC; D.A. Davidson & Co.; JMP Securities LLC; KeyBanc Capital Markets Inc.; Needham & Company, LLC; Oppenheimer & Co. Inc.; Piper Sandler & Co.; Raymond James & Associates, Inc.; Stifel, Nicolaus & Company, Incorporated; Wedbush Securities Inc.; William Blair & Company, L.L.C; Academy Securities, Inc.; Blaylock Van, LLC; CastleOak Securities, L.P.; C.L. King & Associates, Inc.; Guzman & Company; Loop Capital Markets LLC; MFR Securities, Inc.; Mischler Financial Group, Inc.; Samuel A. Ramirez & Company, Inc.; Siebert Williams Shank & Co., LLC; Telsey Advisory Group LLC; Tigress Financial Partners LLC.

I sottoscrittori stanno offrendo le parti delle azioni ordinarie della classe A soggette alla loro accettazione da parte della società e dagli azionisti venditori e soggette alla vendita preventiva. Il contratto di sottoscrizione prevede che gli obblighi dei diversi sottoscrittori di pagare e accettare la consegna delle azioni ordinarie della classe A offerte da questo prospetto siano soggetti all'approvazione di determinate questioni legali da parte dei loro consulenti e a determinate altre condizioni. I sottoscrittori sono obbligati a prendere e pagare tutte le azioni ordinarie della classe A offerte da questo prospetto se tali azioni sono state sottoscritte. Tuttavia, i sottoscrittori non sono tenuti a prendere o pagare le azioni coperte dall'opzione dei sottoscrittori per l'acquisto di azioni aggiuntive.

3.3.6 *La clausola di lock up*

L'80% delle azioni ordinarie di classe A in circolazione e dei titoli direttamente o indirettamente convertibili o scambiabili o esercitabili per azioni di classe A sono soggetti ad accordi di lock up con i sottoscrittori o ad accordi di stallo del mercato con la società limitando la capacità di trasferimento di tali azioni e tali titoli, comprese eventuali operazioni di copertura, durante il periodo che va tra l'apertura delle contrattazioni il secondo giorno di negoziazione immediatamente successivo alla pubblicazione dei guadagni per il secondo trimestre successivo al periodo più recente per il quale il bilancio è incluso nel prospetto e il 121° giorno dalla data del prospetto (supponendo che a tale data siano stati pubblicati i guadagni per il secondo trimestre successivo al periodo più recente per il quale il bilancio è incluso nel prospetto), come ulteriormente descritto nella sezione intitolata "Azioni idonee alla vendita futura". Inoltre, sostanzialmente tutto il restante 20% circa delle azioni ordinarie di classe A in circolazione e dei titoli direttamente o indirettamente convertibili o scambiabili o esercitabili, compresi i premi azionari emessi nell'ambito dei piani di incentivazione azionaria, sono soggetti ad accordi di stallo del mercato che limitano determinati trasferimenti di tali azioni ordinarie di classe A e tali titoli durante il periodo indicato. Nonostante i termini di tali accordi di stallo di mercato, la politica societaria di insider trading proibisce la copertura da parte di tutti i direttori, funzionari, dipendenti e collaboratori indipendenti. Inoltre, come viene ulteriormente descritto nella sezione intitolata "Azioni idonee alla vendita futura", nella prima clausola fino a circa 16.1 milioni di azioni ordinarie di Classe A e titoli direttamente o indirettamente convertibili o scambiabili o esercitabili per l'azione ordinaria di Classe A possono essere venduti per un periodo di 7 giorni a partire dall'inizio della negoziazione sul Nasdaq, nella seconda clausola fino a circa 27.8 milioni di azioni di azioni ordinarie di Classe A in circolazione e dei titoli direttamente o indirettamente convertibili o scambiabili o esercitabili per le azioni ordinarie di Classe A, più, nel caso degli azionisti dipendenti, qualsiasi azione idonea alla vendita durante la finestra descritta nella prima clausola di cui sopra che non sia stata precedentemente venduta, possono essere vendute a partire dall'apertura delle contrattazioni del secondo giorno di negoziazione immediatamente successivo alla pubblicazione pubblica dei guadagni per il primo trimestre successivo al periodo più recente per il quale il bilancio è incluso nel p prospetto, a condizione che le azioni ordinarie di Classe A soddisfino determinati obiettivi di prezzo di chiusura descritti nella sezione intitolata "Sottoscrizione" (SEC). Alla scadenza del periodo limitato descritto sopra, sostanzialmente tutti i titoli soggetti a tali restrizioni di lock up e di stallo del mercato diventeranno idonei alla vendita, subordinatamente alla conformità con le leggi applicabili sui titoli. Inoltre, Morgan Stanley & Co. LLC può rinunciare agli accordi di lock up e accordi di stallo del mercato stipulati dai funzionari esecutivi, direttori e detentori record dei titoli prima della loro scadenza.

3.4 COVID-19 e impatto sul business

Nel dicembre 2019, un nuovo ceppo di coronavirus è stato segnalato per la prima volta. Solo tre mesi dopo, nel marzo 2020, l'Organizzazione Mondiale della Sanità ha classificato il COVID-19 come una pandemia globale. La pandemia ha costretto i governi internazionali, federali, statali e locali a imporre divieti di attività non essenziali. L'epidemia si stima avrà un continuo impatto negativo sulle condizioni economiche e di mercato e ha già innescato un periodo di rallentamento economico globale, la cui profondità e ampiezza sono ancora da determinare. La pandemia di COVID-19 ha portato a restrizioni di viaggio globali e a una corrispondente significativa riduzione dei viaggi. Mentre molti settori sono stati colpiti negativamente, i viaggi sono stati colpiti in modo sproporzionato, poiché i governi hanno implementato restrizioni ai viaggi e le persone sono diventate riluttanti a viaggiare indipendentemente da tali restrizioni. Di conseguenza a partire dai trasporti, i voli di linea globali hanno iniziato a diminuire durante febbraio 2020, e a maggio 2020 erano in calo del 69% rispetto a maggio 2019. A settembre 2020, i voli erano leggermente rimbalzati, in calo del 48% rispetto a settembre 2019, secondo OAG Aviation. Inoltre, i tassi di occupazione globale degli hotel sono diminuiti significativamente nel 2020 secondo STR, con un'occupazione del 48% negli Stati Uniti e del 39% in Europa a settembre 2020, in calo rispetto al 67% e all'81% di settembre 2019, rispettivamente. Prima dell'epidemia, era stata registrata una forte crescita anno per anno di Notti ed Esperienze prenotate nelle prime tre settimane del 2020. L'impatto per la prima volta del COVID-19 è stato osservato in Cina nell'ultima settimana di gennaio, che, contenuto alla Cina, ha avuto un impatto minore sull'intero business. L'epidemia si è diffusa in tutta l'Asia e poi in Europa, Nord America e nel resto del mondo entro la fine del primo trimestre del 2020. Per proteggere il business da queste perturbazioni di mercato a breve termine e dalla prospettiva di un impatto prolungato sul business, sono stati raccolti 2 miliardi di dollari sotto forma di prestiti a termine nell'aprile 2020 e sono stati presi provvedimenti per ridurre drasticamente le spese operative come descritto di seguito. Questi fondi incrementali e la rapida gestione delle spese, oltre alla posizione di cassa esistente, aiuteranno a gestire con prudenza l'attività dagli effetti della pandemia COVID-19. Il pieno impatto della pandemia di COVID-19 sull'economia globale e la misura in cui la pandemia di COVID-19 continuerà ad avere un impatto negativo sulla condizione finanziaria societaria, sui risultati delle operazioni e sui flussi di cassa rimane incerto. I risultati finanziari per i primi nove mesi del 2020 sono stati materialmente influenzati negativamente, e ci si aspetta che il virus continuerà ad avere un impatto materialmente negativo sulle prenotazioni, sulle entrate e sulle operazioni commerciali nei periodi futuri. Mentre è stato sperimentato un aumento del GBV (Gross Booking Value) e delle entrate nel terzo trimestre del 2020 rispetto al secondo trimestre del 2020 con la ripresa dei viaggi nazionali, entrambi sono stati in calo per i primi nove mesi del 2020 rispetto allo stesso periodo del 2019 rispettivamente del 39% e del 32%; ed entrambi sono stati in calo per il terzo trimestre del 2020 rispetto al terzo trimestre del 2019 rispettivamente del 17% e del 18%. L'entità e la durata dell'impatto della pandemia COVID-19 a lungo termine rimangono incerte e dipendono da sviluppi futuri che non possono essere accuratamente previsti in questo momento, come la gravità e il tasso di trasmissione del virus, l'entità e l'efficacia delle azioni di contenimento adottate, comprese le restrizioni alla

mobilità, i tempi, la disponibilità e l'efficacia dei vaccini e l'impatto di questi e altri fattori sul comportamento di viaggio in generale e sull'attività in particolare. Durante il quarto trimestre del 2020, si è verificata un'ulteriore ondata di infezioni da COVID-19. Di conseguenza, i paesi hanno imposto rigidi blocchi, in particolare in Europa. Analogamente all'impatto dell'ondata iniziale di COVID-19 nel marzo 2020, la società ha assistito ad un calo delle prenotazioni nelle regioni più colpite. Per fornire ulteriori informazioni sull'impatto della pandemia COVID-19 sull'attività, è stato incluso di seguito i confronti anno su anno delle tendenze mensili di prenotazione e cancellazione nel quarto trimestre del 2019 e nei nove mesi del 2020 che precedono la quotazione.

Figura 3.2 - Tendenze mensili di notti ed esperienze prenotate

Monthly Nights and Experiences Booked Trends												
	2019			2020								
	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept
	(in millions, except percentages)											
Gross nights and experiences booked	30.5	28.3	28.4	38.3	32.8	19.0	8.7	16.4	26.0	28.3	26.0	23.9
% YoY Change	31%	30%	35%	25%	17%	(42)%	(72)%	(50)%	(21)%	(19)%	(21)%	(23)%
(-) Cancellations and alterations	3.9	3.6	3.9	5.0	4.9	23.1	9.4	7.2	6.5	6.6	5.4	4.4
<i>Cancellations and alterations as a % of gross nights and experiences booked</i>	13%	13%	14%	13%	15%	122%	108%	44%	25%	23%	21%	18%
Nights and Experiences Booked*	26.6	24.7	24.5	33.3	27.9	(4.1)	(0.7)	9.2	19.5	21.7	20.6	19.5
% YoY Change	31%	30%	35%	22%	12%	(114)%	(103)%	(68)%	(31)%	(28)%	(28)%	(28)%

* We define Nights and Experiences Booked as net of cancellations and alterations.

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

I pernottamenti lordi e le esperienze prenotate si sono materialmente contratti su base annua, con un minimo ad aprile 2020, in calo del 72% su base annua. Da aprile a giugno 2020, la società ha assistito a un costante rimbalzo dei pernottamenti lordi e delle esperienze prenotate prima delle cancellazioni e delle modifiche, che a giugno erano in calo del 21% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Da luglio a settembre 2020, i pernottamenti lordi e le esperienze prenotate sono rimasti stabili, con un calo di circa il 20% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le cancellazioni e le modifiche di viaggi precedentemente prenotati sono aumentate drasticamente dopo l'epidemia di COVID-19, poiché gli ospiti non erano in grado di viaggiare o erano a disagio nel farlo. Mentre il numero di notti ed esperienze cancellate nel gennaio 2020 è stato pari al 13% delle notti ed esperienze lorde prenotate in quel mese, il numero di notti ed esperienze cancellate nel marzo e nell'aprile 2020 ha superato il numero di notti ed esperienze lorde prenotate in quei mesi. Da aprile a settembre 2020, le cancellazioni e le modifiche come percentuale di notti lorde ed esperienze prenotate sono inizialmente diminuite in modo significativo e poi sono rimaste relativamente stabili durante gli ultimi mesi del periodo. Le notti e le esperienze prenotate sono state negative a marzo e aprile 2020. A maggio 2020, i

pernottamenti lordi e le esperienze prenotate hanno iniziato a riprendersi, mentre le cancellazioni e le modifiche hanno iniziato a diminuire, portando a un ritorno a pernottamenti ed esperienze positivi da maggio a settembre 2020. Da luglio a settembre 2020, le notti e le esperienze prenotate erano stabili, con un calo del 28% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Figura 3.3 - Tendenza mensile del valore lordo delle prenotazioni

	Monthly Gross Booking Value Trends											
	2019			2020								
	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept
	(in billions, except percentages and gross daily rate)											
Gross daily rate	\$ 110.20	\$ 110.23	\$ 110.36	\$ 122.51	\$ 122.63	\$ 104.35	\$ 91.69	\$ 135.73	\$ 145.72	\$ 133.84	\$ 132.24	\$ 127.84
% YoY Change	(1)%	(1)%	0%	0%	1%	(12)%	(21)%	18%	27%	19%	21%	18%
Gross Booking Value before cancellations and alterations	3.4	3.1	3.1	4.7	4.0	2.0	0.8	2.2	3.8	3.8	3.4	3.1
% YoY Change	29%	28%	35%	26%	19%	(49)%	(78)%	(41)%	1%	(4)%	(4)%	(9)%
Gross Booking Value*	3.0	2.8	2.8	4.2	3.5	(0.9)	(0.6)	1.1	2.7	2.8	2.7	2.5
% YoY Change	30%	29%	35%	24%	15%	(127)%	(119)%	(69)%	(17)%	(19)%	(14)%	(17)%

* We define Gross Booking Value as net of cancellations and alterations.

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

Il Gross Booking Value prima delle cancellazioni e delle modifiche ha seguito un andamento simile a quello delle notti lorde e delle esperienze prenotate, diminuendo materialmente su base annua tra marzo e maggio 2020. Il GBV prima delle cancellazioni e delle modifiche si è ripreso a giugno 2020, crescendo dell'1% su base annua, spinto dall'aumento della tariffa giornaliera lorda. Da luglio a settembre 2020, il GBV prima delle cancellazioni e delle modifiche è rimasto stabile, con un calo inferiore al 10% rispetto agli stessi periodi dell'anno precedente. Il Gross Booking Value è diminuito e si è ripreso come risultato delle tendenze descritte sopra. A settembre 2020, il GBV è sceso del 17% su base annua, meno del calo del 28% delle notti e delle esperienze prenotate a causa della crescita della tariffa giornaliera lorda. GBV riflette le prenotazioni fatte in un periodo per le notti o le esperienze future ed è un indicatore principale per reddito, che è riconosciuto durante il periodo che i soggiorni e le esperienze accadono. Ci si aspetta una continua volatilità in queste tendenze e fluttuazioni da un mese all'altro, poiché l'impatto continuo di COVID-19 non è lineare in tutte le aree geografiche, molti paesi e città hanno recentemente emanato nuovi blocchi e divieti di viaggio, influenzando negativamente l'attività e i risultati finanziari.

Figura 3.4 – Tendenza annuale di notti ed esperienze prenotate e valore lordo prenotazioni

	Year Ended December 31,				
	2016	2017	2018	2019	2020
	(in millions)				
Nights and Experiences Booked	125.7	185.8	250.3	326.9	193.2
Gross Booking Value	\$ 13,924.8	\$ 20,975.3	\$ 29,440.7	\$ 37,962.6	\$ 23,896.9

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

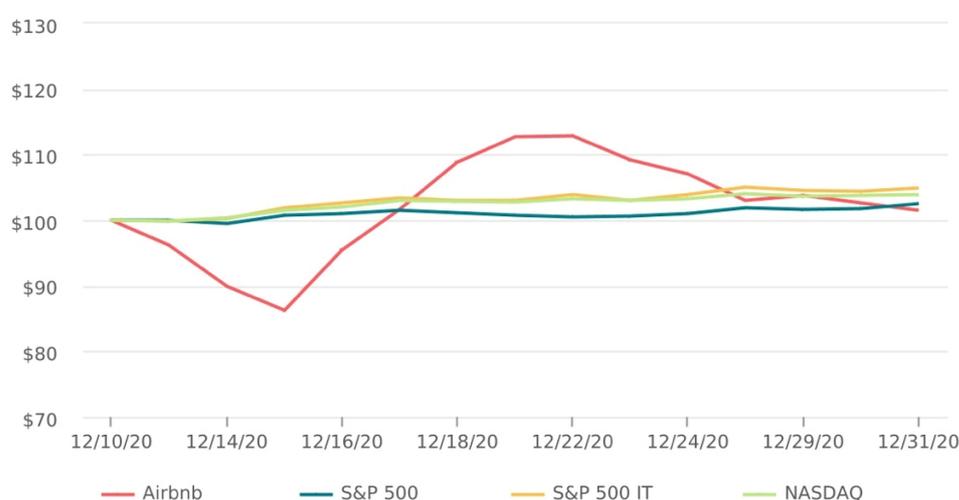
3.4.1 Geographic Mix

Le operazioni di Airbnb sono globali e alcune tendenze del business, come le notti e le esperienze prenotate, il GBV, i ricavi, il GBV per notte e l'esperienza prenotata e le notti per prenotazione, variano a seconda dell'area di riferimento. Si misurano le Notti e le Esperienze prenotate per regione in base alla posizione dell'annuncio. Come risultato del COVID-19, il mix geografico di notti ed esperienze prenotate, il GBV e i ricavi durante il 2020 riflette uno spostamento verso il Nord America, che ha visto una ripresa più forte nella seconda metà dell'anno. Per il 2020, le notti e le esperienze prenotate sono state 75,5 milioni, o il 39% del totale, in Nord America circa 67.7 milioni, o il 35%, in EMEA, 27.6 milioni, o il 14%, in Asia Pacifico, e 22.4 milioni, o il 12%, in America Latina. Per il 2020, il GBV era di 13.2 miliardi di dollari, o il 55% del totale, in Nord America rispetto a 6.6 miliardi di dollari, o il 28%, in EMEA, 2.4 miliardi di dollari, o il 10%, in Asia Pacifico, e 1.7 miliardi di dollari, o il 7%, in America Latina. Allo stesso modo, per il 2020, le entrate sono state di 1.8 miliardi di dollari, o il 53% del totale, in Nord America rispetto a 1.0 miliardi di dollari, o il 30%, in EMEA, 0.3 miliardi di dollari, o il 10%, in Asia Pacifico, e 0.3 miliardi di dollari, o il 7%, in America Latina. È stato osservando (e già anticipato) un aumento del GBV per notte e dell'esperienza prenotata nel 2020 rispetto al 2019, in parte perché il mix geografico si è spostato verso queste regioni con GBV per notte ed esperienza prenotata più elevati. Il Nord America ha visto un aumento del GBV per notte e dell'esperienza prenotata poiché le case intere più grandi sono state più richieste. Anche le notti medie per prenotazione sono aumentate a livello globale 2020, riflettendo la domanda di soggiorni più lunghi. Nello specifico, il GBV per notte ed esperienza prenotata nel 2020 è stato di 174,43 dollari per il Nord America rispetto a 98,41 dollari per l'EMEA, 85,83 dollari per l'Asia Pacifica e 75,74 dollari per l'America Latina, con un GBV globale totale per notte ed esperienza prenotata di 123,69 dollari. Le notti medie per prenotazione, escluse le esperienze, per il 2020 sono state 4,4 notti per ciascuno di Nord America, EMEA e America Latina e di 2,8 notti per l'Asia Pacifica, con una media totale di 4,1 notti. Si prevede che le notti medie globali miste per prenotazione fluttueranno in base al mix geografico e ai cambiamenti nei comportamenti dei viaggiatori.

3.5 Analisi Finanziaria

Il grafico sottostante confronta il rendimento totale cumulativo per gli azionisti delle azioni ordinarie di Classe A con il rendimento totale cumulativo del Nasdaq Composite Index ("NASDAQ"), dell'S&P 500 Index ("S&P 500") e dell'S&P 500 Information Technology Index ("S&P 500 IT"). Il grafico presuppone che 100 dollari siano stati investiti alla chiusura del mercato il 10 dicembre 2020, che è stato il primo giorno in cui le azioni ordinarie di Classe A hanno iniziato a essere negoziate. I dati per il Nasdaq Composite Index, l'S&P 500 Index e l'S&P 500 Information Technology Index presuppongono il reinvestimento dei dividendi. Il grafico utilizza il prezzo di chiusura del mercato del 10 dicembre 2020 di 144,71 dollari per azione come valore iniziale delle azioni ordinarie di Classe A. I confronti nel grafico sottostante si basano su dati storici e non sono indicativi né destinati a prevedere la performance futura delle azioni ordinarie di Classe A.

Figura 3.5 Confronto tra il rendimento delle azioni ABNB, Nasdaq, S&P 500, S&P 500 IT



Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

I principi contabili generalmente accettati (GAAP) sono l'insieme standardizzato di principi che le società pubbliche negli Stati Uniti devono seguire. Una ricerca accurata sugli investimenti richiede una valutazione sia dei risultati GAAP che di quelli rettificati (non-GAAP), ma gli investitori dovrebbero considerare attentamente la validità delle esclusioni non-GAAP caso per caso. Il motivo è quello di evitare cifre fuorvianti, soprattutto perché gli standard di reporting divergono. A livello internazionale, lo standard contabile è ad esempio l'International Financial Reporting Standards (IFRS). La seguente tabella riassume le misure finanziarie non GAAP, insieme alle misure GAAP più direttamente comparabili, per ogni periodo presentato di seguito.

Figura 3.6 Misure finanziarie non-GAAP, insieme alla misura GAAP più direttamente comparabile, per ogni periodo presentato di seguito

	Year Ended December 31,		
	2018	2019	2020
	(in thousands)		
Net loss	\$ (16,860)	\$ (674,339)	\$ (4,584,716)
Adjusted EBITDA	\$ 170,625	\$ (253,260)	\$ (250,673)
Net cash provided by (used in) operating activities	\$ 595,557	\$ 222,727	\$ (629,732)
Free Cash Flow	\$ 504,933	\$ 97,275	\$ (667,103)

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

Una riconciliazione di ogni misura finanziaria non-GAAP con la misura finanziaria più direttamente comparabile dichiarata in conformità con i GAAP è fornita sotto la sottosezione intitolata "- EBITDA rettificato" e "- Flusso di cassa libero" di seguito.

3.5.1 EBITDA rettificato

L'EBITDA rettificato è definito come l'utile netto o la perdita rettificata per: l'accantonamento per le imposte sul reddito; gli interessi attivi, interessi passivi e altri proventi (spese) netti; le svalutazione e ammortamento; le spese di compensazione basate sulle azioni; le modifiche nette alle riserve per le imposte sugli alloggi per le quali l'amministrazione ritiene probabile che l'azienda possa essere ritenuta congiuntamente responsabile con gli host per la raccolta e la trasmissione di tali imposte; e gli oneri di ristrutturazione. L'EBITDA rettificato fornisca informazioni utili agli investitori e ad altri per comprendere e valutare i risultati delle operazioni, oltre a fornire una misura utile per i confronti da un periodo all'altro della performance aziendale. L'EBITDA rettificato è contenuto nella relazione annuale sul modulo 10-K perché è una misura chiave utilizzata dalla gestione interna per prendere decisioni operative, comprese quelle relative alle spese operative, alla valutazione delle prestazioni e all'esecuzione della pianificazione strategica e del budget annuale. Nel 2020, l'EBITDA rettificato è stato di \$ (250,7) milioni, rispetto all'EBITDA rettificato nel 2019 di \$ (253,3) milioni, principalmente a causa della riduzione delle notti e delle esperienze prenotate e del GBV a causa della pandemia di COVID-19, come descritto sopra, parzialmente compensata da una riduzione della spesa complessiva. Nel 2019, l'EBITDA rettificato è stato di \$ (253,3) milioni, rispetto all'EBITDA rettificato nel 2018 di \$ 170,6 milioni, principalmente a causa di significativi investimenti in iniziative di crescita e investimenti nell'infrastruttura tecnica nel 2019. Riconciliazione dell'EBITDA rettificato.

Figura 3.7 Perdita netta

	Year Ended December 31,		
	2018	2019	2020
	(in thousands, except percentages)		
Revenue	\$ 3,651,985	\$ 4,805,239	\$ 3,378,199
Net loss	\$ (16,860)	\$ (674,339)	\$ (4,584,716)
Adjusted to exclude the following:			
Provision for (benefit from) income taxes	63,893	262,636	(97,222)
Other (income) expense, net	12,361	(13,906)	947,220
Interest expense	26,143	9,968	171,688
Interest income	(66,793)	(85,902)	(27,117)
Depreciation and amortization	82,401	114,162	125,876
Stock-based compensation expense ⁽¹⁾	53,893	97,547	3,002,148
Stock-settlement obligations related to IPO	—	—	103,411
Acquisition-related impacts	—	—	37,215
Net changes in lodging tax reserves	15,587	36,574	(80,531)
Restructuring charges	—	—	151,355
Adjusted EBITDA	\$ 170,625	\$ (253,260)	\$ (250,673)
Adjusted EBITDA as a percentage of Revenue	5 %	(5) %	(7) %

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

3.5.2 Flusso di cassa libero

il Flusso di cassa libero è definito come il contante netto usato in attività operative meno gli acquisti di proprietà e attrezzature. il Flusso di cassa libero può essere un indicatore significativo della liquidità che fornisce informazioni alla gestione e agli investitori sulla quantità di denaro generato dalle operazioni, dopo gli acquisti di proprietà e attrezzature, che può essere utilizzato per investimenti nella attività e per acquisizioni, nonché per rafforzare il bilancio. Il Free Cash Flow è influenzato dalla tempistica del GBV perché raccoglie le commissioni di servizio al momento della prenotazione, che è generalmente prima che si verifichi un soggiorno o un'esperienza. I fondi detenuti per conto degli ospiti e padroni di casa e gli importi da pagare agli ospiti e padroni di casa non influiscono sul Flusso di cassa libero, ad eccezione degli interessi guadagnati su questi fondi. Il Flusso di cassa libero ha dei limiti come strumento analitico e non dovrebbe essere considerato isolatamente o come sostituto dell'analisi di altre misure finanziarie GAAP. Il Free Cash Flow non riflette la capacità di rispettare gli impegni contrattuali futuri e può essere calcolato diversamente da altre aziende del settore, limitando la sua utilità come misura comparativa. Nel 2020, il Free Cash Flow è stato di \$ (667,1) milioni rispetto a \$ 97,3 milioni nel 2019, pari al 2% delle entrate, e \$ 504,9 milioni nel 2018, pari al 14% delle entrate nel 2018. Il Free Cash Flow è diminuito nel 2020 a causa della riduzione delle notti e delle esperienze prenotate e del GBV a causa della pandemia COVID-19, come descritto sopra, parzialmente compensato dalla riduzione dei costi. Il Free Cash Flow è diminuito nel 2019 in gran parte a causa di maggiori spese operative, mentre è aumentato nel 2018 rispetto all'anno precedente principalmente a causa di un maggiore reddito operativo e, in misura minore, di minori spese in conto capitale. La seguente è una riconciliazione del Free Cash Flow con la misura di flusso di cassa GAAP più comparabile, il contante netto fornito da (usato in) attività operative:

Figura 3.8 - Contante netto fornito da (usato in) attività operative

	Year Ended December 31,		
	2018	2019	2020
	(in thousands, except percentages)		
Revenue	\$ 3,651,985	\$ 4,805,239	\$ 3,378,199
Net cash provided by (used in) operating activities	\$ 595,557	\$ 222,727	\$ (629,732)
Purchases of property and equipment	(90,624)	(125,452)	(37,371)
Free Cash Flow	\$ 504,933	\$ 97,275	\$ (667,103)
Free Cash Flow as a percentage of Revenue	14 %	2 %	(20) %
Other cash flow components:			
Net cash provided by (used in) investing activities	\$ (668,171)	\$ (347,155)	\$ 79,590
Net cash provided by financing activities	\$ 140,516	\$ 854,579	\$ 2,940,814

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

3.5.3 Prestiti

Nell'aprile 2020, è stato stipulato un “First Lien Credit and Guaranty Agreement” (First Lien Loan) da 1.0 miliardi di dollari, con un ricavo di 961.4 milioni di dollari, al netto dello sconto sul debito e dei costi di emissione. Il prestito sottostante può essere rimborsato interamente o in parte prima dell'aprile 2025 (scelta facoltativa), è soggetto a premi applicabili di prepagamento e ai premi make-whole. A partire da settembre 2020, l'azienda è tenuta a rimborsare il First Lien Loan in rate trimestrali pari allo 0,25% dell'importo principale aggregato di \$1.0 miliardi, con il restante importo principale pagabile alla data di scadenza. Gli interessi sul First Lien Loan sono pagabili mensilmente o trimestralmente in via posticipata a discrezione e a seconda del tasso d'interesse annuo scelto pari a:

-nel caso di prestiti LIBOR, al 7,5% più il London interbank offered rate (abituamente definito, con disposizioni sostitutive del LIBOR coerenti con il linguaggio di ripiego raccomandato dalla Alternative Reference Rates Commission dell'aprile 2019 per i prestiti sindacati, "LIBOR"), soggetto a una soglia minima dell'1%;

-oppure nel caso di prestiti a tasso base, 6,5% più il maggiore tra il prime rate, il tasso effettivo dei federal funds più lo 0,5%, e il LIBOR per un periodo di un mese più l'1%, in ogni caso soggetto a una soglia minima del 2%.

Nell'aprile 2020, la società ha stipulato un “Second Lien Credit and Guaranty Agreement” (Second Lien Loan) da 1.0 miliardi di dollari, ottenendo un ricavo netto di 967.5 milioni di dollari, al netto dello sconto sul debito e dei costi di emissione del debito di 32.5 milioni di dollari. Il prestito di fondo può essere rimborsato interamente o in parte prima entro luglio 2025, è soggetto a premi applicabili di prepagamento, a premi di make-whole ed alla priorità dei prestatori nell'ambito del primo accordo di credito del pegno sopra tutti i ricavati che la società riceve dalla vendita del collaterale. Gli interessi sul Second Lien Loan sono pagabili mensilmente o trimestralmente in arretrato, a seconda del tasso d'interesse annuo scelto (facoltà di scelta) pari a:

-nel caso di prestiti LIBOR, 10% più LIBOR, in ogni caso soggetto a una soglia minima dell'1%;

-oppure nel caso di prestiti a tasso base, 9% più il maggiore tra il prime rate, il tasso effettivo dei federal funds più 0,5%, e LIBOR per un periodo di un mese più 1%, soggetto a una soglia minima del 3%. Inoltre, l'interesse in natura fino al 5,5% annuo può essere pagato aumentando l'importo principale del Second Lien Loan di tale importo (facoltativo).

In relazione al Second Lien Loan, sono stati emessi warrant per l'acquisto di 7.934.794 azioni ordinarie di Classe A con un prezzo di esercizio iniziale di 28,355 dollari per azione, soggetto a modifiche al verificarsi di alcuni eventi specifici, ai prestatori del Second Lien Loan. I warrant scadono il 17 aprile 2030 e il prezzo di esercizio può essere regolato in contanti o nelle parti nette all'opzione del supporto. Il valore equo di questi strumenti finanziari, pari a 116.6 milioni di dollari al momento dell'emissione, è stato registrato come passività nel bilancio consolidato, e la passività viene rimisurata al valore equo ad ogni data di riferimento finché i warrant rimangono in circolazione e non vengono esercitati, con le variazioni del valore equo registrate in altre entrate (spese) nette, nel rendiconto consolidato delle operazioni. Al 31 dicembre 2020, il valore equo dei warrant ammontava a 985.2 milioni di dollari, ovvero un aumento della passività di 868.5 milioni di dollari dalla loro emissione nell'aprile 2020.

Lo sconto sul debito e i costi di emissione del debito sono ammortizzati negli interessi passivi utilizzando il metodo del tasso di interesse effettivo. Per l'esercizio conclusosi il 31 dicembre 2020, sono stati registrati 157.1 milioni di dollari di interessi passivi per i prestiti First Lien e Second Lien relativi all'interesse contrattuale e all'ammortamento dello sconto sul debito e dei costi di emissione del debito e il fair value stimato era rispettivamente di 1.1 miliardi di dollari e di 1.2 miliardi di dollari, ed è stato determinato sulla base di prezzi quotati in mercati che non sono attivi. I prestiti sono garantiti incondizionatamente da alcune delle filiali nazionali dell'azienda e da tutti i beni dell'azienda e dai garanti delle filiali. I prestiti contengono patti e restrizioni sulla capacità della Società e delle sue filiali di, tra l'altro, contrarre debiti e pegni, subire cambiamenti fondamentali comprese fusioni e consolidamenti, vendere o trasferire beni, pagare dividendi o altre distribuzioni, fare acquisizioni, investimenti, prestiti o anticipi, o pagamenti e pagamenti anticipati di indebitamento junior o non garantito. Il First Lien Loan e il Second Lien Loan contengono anche i consueti eventi di inadempienza, compreso un cambio di controllo.

Nel novembre 2020 è stato stipulato un contratto quinquennale di "Credit and Guarantee Agreement" (il "Revolving Credit Agreement"), che prevede un impegno di prestito iniziale da parte di un gruppo di finanziatori guidato da Morgan Stanley Senior Funding, Inc. di 500.0 milioni di dollari (la "2020 Credit Facility"). La linea di credito del 2020 prevede un sotto limite di 200.0 milioni di dollari per l'emissione di lettere di credito e ha una commissione d'impegno dello 0,15% all'anno su qualsiasi importo non utilizzato, pagabile trimestralmente in arretrato. L'interesse sui prestiti è pari a

-nel caso di prestiti LIBOR, 1,5% più LIBOR, soggetto a una soglia minima dello 0%;

-o nel caso di prestiti a tasso base, 0,5% più il maggiore tra il tasso effettivo dei fondi federali più 0,5%, il tasso primario, e LIBOR per un periodo di un mese più 1%, in ogni caso soggetto a una soglia minima dell'1%.

Il contratto include condizioni usuali per l'assunzione di prestiti, eventi di inadempienza e patti, compreso un patto di liquidità minima che impone di avere una liquidità di almeno 200,0 milioni di dollari all'ultimo giorno di ogni trimestre fiscale e quelli che limitano la capacità di, tra le altre cose, contrarre ulteriore indebitamento, creare o contrarre pegni, fondersi o consolidarsi con altre società, liquidare o sciogliersi, vendere o trasferire beni, pagare dividendi o effettuare distribuzioni, fatte salve alcune eccezioni.

Infine, nell'aprile 2020 si è conclusa la Credit Facility del 2016, che prevedeva un impegno di prestito iniziale da parte di un gruppo di finanziatori guidati da Bank of America, N.A. di 1.0 miliardi di dollari. La linea di credito del 2016 prevedeva anche un sotto limite di 100.0 milioni di dollari per l'emissione di lettere di credito. La Credit Facility prevedeva una commissione di impegno dello 0,125% l'anno su qualsiasi importo non utilizzato. I prestiti in essere maturavano interessi a un tasso fluttuante annuo pari al più alto tra il tasso effettivo dei fondi federali più la metà dell'1%, il tasso di interesse in vigore per quel giorno da parte della Bank of America come suo "prime rate" e il tasso dell'eurovaluta per un mese più l'1%.

Al 31 dicembre 2019, non vi erano prestiti in essere e le lettere di credito in essere ammontavano a 53,0 milioni di dollari. La linea di credito conteneva i consueti covenant affermativi e negativi, comprese le restrizioni alla capacità di contrarre debiti e pegni, di subire cambiamenti fondamentali e di pagare dividendi o altre distribuzioni, nonché alcuni covenant finanziari. Al 31 dicembre 2019 la società era in linea conformi a tutti i covenant, e nel 17 aprile 2020 si è conclusa. Alcune lettere di credito ai sensi della linea di credito sono state trasferite a nuovi emittenti al momento della risoluzione della linea di credito. Al 31 dicembre 2020, le lettere di credito in precedenza sotto la Credit Facility del 2016 ammontavano a 32.9 milioni di dollari ed erano garantite da 33.8 milioni di dollari di liquidità vincolata nel bilancio consolidato.

Si ritiene che gli attuali contanti disponibili, gli equivalenti di contanti e i titoli negoziabili saranno sufficienti a soddisfare le esigenze operative di contanti per il futuro prevedibile. Il futuro fabbisogno di capitale, tuttavia, dipenderà da molti fattori, in primis la crescita ma anche: personale, capacità di attrarre e mantenere i padroni di casa e gli ospiti sulla piattaforma, le spese in conto capitale, acquisizioni, introduzione di nuovi prodotti e offerte, tempi e misure delle spese per sostenere gli sforzi per sviluppare la piattaforma e l'espansione delle vendite e delle attività di marketing. In futuro potrebbe essere raccolto ulteriore capitale o contrarre ulteriore indebitamento per continuare a finanziare le iniziative strategiche. Nel caso in cui sia necessario un finanziamento aggiuntivo da fonti esterne, si può cercare di raccogliere fondi aggiuntivi in qualsiasi momento attraverso azioni, accordi legati alle azioni e/o debiti, che potrebbero non essere disponibili a condizioni favorevoli o del tutto. Se non si fosse in grado di raccogliere capitale aggiuntivo quando desiderato e a tassi ragionevoli, l'attività, i risultati delle operazioni e la condizione finanziaria potrebbero essere materialmente influenzati negativamente. Si prevede che le spese in conto capitale nel 2021 saranno superiori a quelle del 2020, ma significativamente inferiori a quelle del 2019. La maggior parte degli investimenti previsti sono legati ai miglioramenti degli uffici in Nord America, molti dei quali sono stati ritardati nel 2020.

3.5.4 Liquidità

Al 31 dicembre 2020, le principali fonti di liquidità erano liquidità ed equivalenti di liquidità per 5.5 miliardi di dollari e titoli negoziabili per 0.9 miliardi di dollari, che includevano rispettivamente 1.2 miliardi di dollari e 0.2 miliardi di dollari detenuti da controllate estere. I contanti e gli equivalenti di cassa consistono in conti correnti e fruttiferi e in titoli altamente liquidi con una scadenza originale di 90 giorni o meno. I titoli negoziabili consistono in titoli di debito societari, fondi comuni di investimento, strumenti di debito altamente liquidi del governo degli Stati Uniti e delle sue agenzie e certificati di deposito. Questi importi non comprendono i fondi di 2.2 miliardi di dollari al 31 dicembre 2020 ottenuti attraverso le prenotazioni in anticipo rispetto al completamento del check-in degli ospiti e che vengono indicate separatamente nel bilancio in fondi da ricevere e in importi tenuti per conto dei clienti con una passività corrispondente in fondi da pagare e importi da pagare ai clienti. I contanti, gli equivalenti dei contanti e i titoli negoziabili detenuti fuori dagli Stati Uniti possono essere rimpatriati, però sono soggetti a determinate limitazioni, e sarebbero disponibili per essere utilizzati per finanziare le operazioni nazionali. Tuttavia, il rimpatrio di tali fondi può comportare ulteriori oneri fiscali. Gli attuali saldi di contanti, equivalenti di contanti e titoli negoziabili negli Stati Uniti sono sufficienti a finanziare le esigenze di capitale circolante negli Stati Uniti.

La liquidità netta utilizzata nelle attività operative per il 2020 è stata di 629.7 milioni di dollari. La perdita netta per il 2020 è stata di 4.6 miliardi di dollari, rettificata per gli oneri non monetari, che consistono principalmente in 3.0 miliardi di dollari di spese di compensazione basate sulle azioni, 868.5 milioni di dollari di rimisurazione del valore equo sui warrant emessi in relazione a un contratto di prestito a termine stipulato nell'aprile 2020, 125.9 milioni di dollari di ammortamento, 107.7 milioni di dollari di spese per crediti inesigibili e 82.1 milioni di dollari di oneri di svalutazione degli investimenti. Ulteriori utilizzi di liquidità sono risultati da cambiamenti nel capitale circolante, tra cui una diminuzione di 267.0 milioni di dollari delle commissioni non guadagnate derivante da un minor numero di prenotazioni sulla piattaforma a causa di COVID-19. La liquidità netta fornita dalle attività operative nel 2019 è stata di 222.7 milioni di dollari. La perdita netta per il 2019 è stata di \$ 674.3 milioni, rettificata per gli oneri non monetari, costituiti principalmente da \$ 114.2 milioni di ammortamenti, \$ 97.5 milioni di spese di compensazione basate sulle azioni e \$ 77,1 milioni di spese per crediti inesigibili. Ulteriori fonti di flussi di cassa sono derivate dai cambiamenti nel capitale d'esercizio, tra cui un aumento di 547.7 milioni di dollari in spese maturate e altre passività derivanti dall'aumento delle spese e dalla crescita del personale, nonché un aumento di 176.3 milioni di dollari in commissioni non maturate derivanti dall'aumento delle prenotazioni sulla piattaforma. L'uso principale della liquidità operativa è stato un aumento di 186.4 milioni di dollari in prepagati e altre attività associate alla crescita delle operazioni. La liquidità netta fornita dalle attività operative nel 2018 è stata di 595.6 milioni di dollari. La perdita netta per il 2018 è stata di \$ 16.9 milioni, rettificata per gli oneri non monetari, costituiti principalmente da \$ 82.4 milioni di ammortamenti, \$ 53.9 milioni di spese di compensazione basate sulle azioni e \$ 49.0 milioni di spese per crediti inesigibili. Ulteriori fonti di flussi di cassa sono derivate dai cambiamenti nel capitale d'esercizio, tra cui un aumento di 348.1 milioni di dollari in

spese maturate e altre passività derivanti dall'aumento delle spese e dalla crescita del personale, nonché un aumento di 145.9 milioni di dollari in commissioni non maturate derivanti dall'aumento delle prenotazioni sulla piattaforma. L'uso principale della liquidità operativa è stato un aumento di 102.8 milioni di dollari in prepagati e altre attività associate alla crescita delle operazioni.

La liquidità netta fornita dalle attività di investimento nel 2020 è stata di 79.6 milioni di dollari, fornita principalmente dai proventi derivanti dalle vendite e dalle scadenze dei titoli negoziabili, rispettivamente di 1.3 miliardi di dollari e 1.8 miliardi di dollari, parzialmente compensati dalla liquidità utilizzata per l'acquisto di titoli negoziabili per 3.0 miliardi di dollari e da immobili e attrezzature per 37.4 milioni di dollari. La liquidità netta utilizzata nelle attività di investimento nel 2019 è stata di 347.2 milioni di dollari, utilizzata principalmente per acquistare titoli negoziabili per 1.0 miliardi di dollari e proprietà e attrezzature per 125.5 milioni di dollari, per finanziare acquisizioni per 192.1 milioni di dollari e per effettuare investimenti azionari in società private per 208.2 milioni di dollari. Questi utilizzi sono stati parzialmente compensati dai proventi derivanti dalle vendite e dalle scadenze dei titoli negoziabili, rispettivamente di 609.4 milioni di dollari e 551.6 milioni di dollari. La liquidità netta utilizzata nelle attività di investimento nel 2018 è stata di 668.2 milioni di dollari, utilizzata principalmente per acquistare titoli negoziabili per 1.3 miliardi di dollari e immobili e attrezzature per 90.6 milioni di dollari, per finanziare acquisizioni per 31.3 milioni di dollari e per effettuare investimenti azionari in società private per 28.9 milioni di dollari. Questi utilizzi sono stati parzialmente compensati da proventi derivanti da vendite e scadenze di titoli negoziabili per 555.2 milioni di dollari e 201.3 milioni di dollari, rispettivamente.

La liquidità netta fornita dalle attività di finanziamento nel 2020 è stata di 2.9 miliardi di dollari, riflettendo principalmente i proventi di 3.7 miliardi di dollari dall'emissione di azioni ordinarie di classe A al momento dell'IPO, al netto di sconti di sottoscrizione e costi di offerta, 1.9 miliardi di dollari dall'emissione di debito a lungo termine e warrant, al netto dei costi di emissione, parzialmente compensati da una diminuzione di 1.7 miliardi di dollari per le imposte pagate relative alla liquidazione netta delle azioni dei premi azionari e 1.0 miliardi di dollari in fondi passivi e importi dovuti ai clienti. La liquidità netta fornita dalle attività di finanziamento nel 2019 è stata di 854.6 milioni di dollari, riflettendo la variazione dei fondi dovuti e degli importi dovuti ai clienti di 848.7 milioni di dollari e i proventi dall'esercizio delle stock option di 5.9 milioni di dollari. La liquidità netta fornita dalle attività di finanziamento nel 2018 è stata di 140.5 milioni di dollari, riflettendo principalmente la variazione dei fondi dovuti e degli importi dovuti ai clienti di 117.6 milioni di dollari, i proventi dall'esercizio delle stock option di 16.0 milioni di dollari e i rimborsi per i miglioramenti che sono apportati alle strutture per uffici in leasing di 6.9 milioni di dollari.

Figura 3.9 - Flussi di cassa del periodo

	Year Ended December 31,		
	2018	2019	2020
	(in thousands)		
Net cash provided by (used in) operating activities	\$ 595,557	\$ 222,727	\$ (629,732)
Net cash provided by (used in) investing activities	(668,171)	(347,155)	79,590
Net cash provided by financing activities	140,516	854,579	2,940,814
Effect of exchange rate changes on cash, cash equivalents and restricted cash	(158,919)	(25,284)	134,137
Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	\$ (91,017)	\$ 704,867	\$ 2,524,809

Fonte: <https://sec.report/CIK/0001559720>

3.5.5 Effetto dei tassi di cambio

L'effetto delle variazioni dei tassi di cambio sulla liquidità, gli equivalenti di liquidità e la liquidità vincolata sui rendiconti finanziari consolidati riguarda alcune delle attività, principalmente i saldi in contanti detenuti per conto di host e ospiti, che sono denominati in valute diverse dalla valuta funzionale di alcune delle controllate. Durante il 2019 e il 2018, è stato registrato una riduzione di 25.3 milioni di dollari e di 158.9 milioni di dollari in contanti, equivalenti di contanti e contanti limitati, rispettivamente, principalmente a causa del rafforzamento del dollaro statunitense. Durante il 2017, è stato registrato un aumento di 227.2 milioni di dollari in contanti, equivalenti di contanti e contanti vincolati principalmente a causa dell'indebolimento del dollaro statunitense. Durante i nove mesi conclusi il 30 settembre 2019 e 2020, è stata registrata rispettivamente una riduzione di 77.0 milioni di dollari in contanti, equivalenti di contanti e contanti vincolati principalmente a causa del rafforzamento del dollaro statunitense e un aumento di 35.2 milioni di dollari in contanti, equivalenti di contanti e contanti vincolati principalmente a causa dell'indebolimento del dollaro statunitense.

3.6 Risposta al futuro

La strategia di crescita a lungo termine è di continuare a investire nei punti di forza chiave della società. Sbloccare più hosting per avere abbastanza scelta per gli ospiti che prenotano sulla piattaforma, continuando a investire nella crescita delle dimensioni e nella qualità della comunità di host. L'intenzione è di attrarre più host a livello globale e di espandere nuovi casi d'uso come i soggiorni a lungo termine. Supportare le tendenze di viaggio emergenti, come i viaggi locali e il lavoro a distanza, e progettare nuovi modi di ospitare. Si continuerà a fornire supporto agli host per offrire soggiorni ed esperienze di alta qualità agli ospiti. Nel programma è presente la progettazione di nuovi strumenti e servizi e di offrire una formazione completa per gli host, collaborando con loro per insegnare l'arte e la scienza dell'accoglienza.

Un'altro punto riguarda crescere e coinvolgere la comunità di ospiti. L'azienda intende attirare nuovi ospiti su Airbnb e convertirne di più in sostenitori del marchio, continuando a concentrarsi sul coinvolgere gli ospiti esistenti a tornare a prenotare e a usare Airbnb con più frequenza. Con i nuovi comportamenti che si evolvono

durante la pandemia di COVID-19, si può immaginare che il modo in cui le persone si avvicinano al lavoro, alla vita e ai viaggi cambierà radicalmente e questo crea l'opportunità per ideare prodotti basati su questi nuovi comportamenti e attirare più ospiti sulla piattaforma. In questo senso Airbnb si è mossa per cercare altri modi per raggiungere i clienti. A tal proposito si investirà maggiormente nel marchio per educare nuovi host e ospiti sui benefici dell'azienda e l'unicità della offerta. L'idea è quella di sfruttare il marchio creando una strategia di marketing coesiva e integrata scandita dal lancio di prodotti che introducono nuove caratteristiche alla community e ai potenziali host e ospiti. Un altro fattore chiave è l'espansione della rete globale nei paesi in cui l'azienda già possiede una profonda presenza, così come di espandersi nei mercati dove la penetrazione è più bassa, come India, Cina, America Latina, Sud-Est asiatico, e decine di migliaia di piccoli mercati e aree remote in tutto il mondo. Rendendo Airbnb più accessibile in più posti localizzando ulteriormente il prodotto, e collaborando con le comunità per aggiornare le leggi e i regolamenti per gli affitti a breve termine per permettere a più host di partecipare. Se si coinvolgono più host, è probabile che anche più ospiti vengano su Airbnb, attirando ancora più host e per attirare e aumentare il coinvolgimento dovrà essere innovata la piattaforma. L'innovazione si concentrerà sul miglioramento della esperienza di host e ospiti, rendendo Airbnb più accessibile e attraente per nuovi host e ospiti e aumentando il coinvolgimento e la fedeltà della community esistente. L'azienda prevede di progettare nuove opportunità di connessione. Mentre il mondo continua a cambiare, le nuove tecnologie con l'esperienza di design dovranno essere modificate di conseguenza per espandere le possibilità per gli host e offrire nuove esperienze agli ospiti. Aumentare le capacità del sito web e delle applicazioni mobili, portando al contempo un approccio innovativo alla progettazione di interfacce per host e ospiti nei prodotti. Molti degli host sono stati gravemente colpiti dal COVID-19, con un aumento delle cancellazioni e un calo delle prenotazioni. Nonostante l'impatto del COVID-19 sui guadagni degli host e sull'attività, il numero di host e di elenchi attivi è rimasto stabile per l'anno concluso il 31 dicembre 2020 rispetto all'anno concluso il 31 dicembre 2019. Viene calcolato il numero di host sulla piattaforma in base al numero di utenti con annunci disponibili, definiti come alloggi ed esperienze che sono visualizzabili in una certa data sulla piattaforma (escluso Hotel Tonight), a partire da una certa data e si considera un annuncio di una casa o un'esperienza come un "annuncio attivo" se è visualizzabile su Airbnb ed è stato precedentemente prenotato almeno una volta su Airbnb (escluso Hotel Tonight). Inoltre, molti degli ospiti non hanno potuto viaggiare durante la pandemia. Nonostante questo, a partire dalla seconda metà del 2020, la domanda degli ospiti è cresciuta anno su anno per i soggiorni a meno di 50 miglia ed entro 50-300 miglia dall'origine dell'ospite e per i soggiorni a lungo termine, o soggiorni sulla piattaforma di almeno 28 notti. Il modo in cui le persone viaggiano potrebbe cambiare radicalmente. Da quando è iniziata la pandemia, gli ospiti si sono rivolti ad Airbnb per nuovi casi d'uso, come vivere più vicino alla famiglia, vivere in modo nomade, lavorare in remoto e studiare a distanza. Dall'inizio della pandemia, gli ospiti si sono rivolti ad Airbnb per nuovi casi d'uso, come vivere più vicino alla famiglia, vivere in modo nomade, lavorare in remoto e studiare a distanza. L'azienda sostiene che la pandemia di COVID-19 ha rafforzato l'idea che il viaggio è un desiderio umano duraturo, anche di fronte alle sfide. Durante il COVID-19 le persone hanno cercato sempre più opzioni di

viaggio più vicine a casa, e le offerte di Airbnb sono andate a adattarsi a questa dinamica in evoluzione. Sono stati proposti tutti i tipi di alloggio, permettendo agli ospiti di trovare spazi adatti alle loro esigenze individuali in queste circostanze. Lavorando a stretto contatto con gli host, gli ospiti e le comunità per dare la priorità e sostenere i viaggi sicuri e responsabili in questi tempi difficili e adottando le offerte alle nuove tendenze dei viaggi e delle esperienze. In particolare, sulla base dell'aumento dei viaggi nazionali e a breve distanza, è stato aggiornato il sito web e le app mobile per promuovere attivamente i soggiorni locali e non urbani disponibili, in modo che gli ospiti possano trovare qualcosa che si adatti alle loro esigenze uniche per la posizione e la durata desiderata. Inoltre, al fine di sostenere gli host e gli ospiti durante la pandemia COVID-19, è stata applicata la politica aziendale di circostanze attenuanti a un numero significativo di prenotazioni colpite. Questa politica permette agli host e agli ospiti di cancellare le prenotazioni che sono interrotte da epidemie, disastri naturali e altre emergenze. Per sostenere gli host e ridurre l'impatto delle cancellazioni secondo questa politica, sono stati impegnati fino a 250 milioni di dollari per gli host colpiti da COVID-19 e un ulteriore fondo di 17 milioni di dollari per i Superhosts, la maggior parte dei quali è stata distribuita al 31 dicembre 2020. Le prenotazioni idonee per il programma di 250 milioni di dollari per gli host sono state definite come prenotazioni effettuate il o prima del 14 marzo 2020 con una data di check-in tra il 14 marzo 2020 e il 31 maggio 2020. I check-in rappresentano soggiorni individuali o esperienze che si verificano durante un periodo che non sono stati cancellati. Per queste prenotazioni, gli host idonei hanno diritto a ricevere il 25% dell'importo che avrebbero ricevuto dagli ospiti secondo le politiche di cancellazione dell'host. Durante l'anno conclusosi il 31 dicembre 2020, la società ha sperimentato significative sfide economiche associate a un forte calo delle prenotazioni, derivanti principalmente dalla pandemia e dalle restrizioni globali generali dei viaggi. Per affrontare questi impatti, nel maggio 2020, la direzione della Società ha approvato un piano di ristrutturazione per riallineare l'attività e le priorità strategiche della Società sulla base delle attuali condizioni economiche e di mercato a seguito di COVID-19. Questo piano di ristrutturazione mondiale comprendeva una riduzione del 25% del numero di dipendenti a tempo pieno, ovvero circa 1.800 dipendenti, nonché una riduzione della forza lavoro contingente e modifiche ad alcuni accordi commerciali. Per l'anno conclusosi il 31 dicembre 2020, la società ha sostenuto 151.4 milioni di dollari in oneri di ristrutturazione, di cui 103.8 milioni di dollari relativi a severità e altri costi per i dipendenti, 35.8 milioni di dollari relativi a svalutazioni di contratti di locazione e 11.8 milioni di dollari relativi principalmente a modifiche e risoluzioni di contratti. Queste spese sono incluse negli oneri di ristrutturazione nelle dichiarazioni consolidate delle operazioni dell'azienda, e gli importi non pagati sono inclusi nelle spese maturate e in altre passività correnti nei suoi bilanci consolidati. Mentre alcune di queste attività sono in corso e dovrebbero essere completate nel corso del 2021, la maggior parte di queste azioni sono state completate entro il 31 dicembre 2020. Al 31 dicembre 2020, la passività residua per i costi legati alla ristrutturazione non era materiale.

3.7 Dati Finanziari

Le seguenti tabelle sono state estrapolate dalla piattaforma di Yahoo Finance e Koyfin. Dove non specificato dalla tabella, tra parentesi sono indicati gli anni relativi ai dati.

Figura 3.10 - Conto economico (espresso in migliaia)

Analisi azionariato	TTM	30/12/2020	30/12/2019	30/12/2018	30/12/2017
Totale ricavi	4.423.727	3.378.199	4.805.239	3.651.985	2.561.721
Costo del venduto	986.014	876.042	1.196.313	864.032	647.690
Utile lordo	3.437.713	2.502.157	3.608.926	2.787.953	1.914.031
∨ Spese gestione operativa					
Ricerca e sviluppo	2.988.910	2.752.872	976.695	579.193	400.749
Spese generali e amministrative	2.589.612	2.310.176	2.318.700	1.580.814	1.198.905
Totale spese gestione operativa	6.467.721	5.940.949	4.110.469	2.769.209	1.995.393
Utile o perdita d'esercizio	-3.030.008	-3.438.792	-501.543	18.744	-81.362
Spesa per interessi	552.438	171.688	9.968	26.143	16.403
Totale altri utili/spese nette	-1.339.496	-1.098.575	13.906	-12.361	6.564
Utile ante imposte	-4.908.336	-4.681.938	-411.703	47.033	-59.099
Imposte sul reddito	615	-97.222	262.636	63.893	10.947
Utile da attività operative in esercizio	-4.908.951	-4.584.716	-674.339	-16.860	-70.046
Utile netto	-4.908.951	-4.584.716	-674.339	-16.860	-70.046
Utile netto disponibile per gli azion...	-4.908.951	-4.584.716	-674.339	-16.860	-70.046
EPS di base	-	-16.12	-1.29	-0.03	-0.13
EPS diluito	-	-16.12	-1.29	-0.03	-0.13
Azioni medie di base	-	284.363	521.709	530.945	521.709
Azioni medie diluite	-	284.363	521.709	530.945	521.709
EBITDA	-	-4.384.374	-287.573	155.577	36.646

Fonte: <https://it.finance.yahoo.com>

Figura 3.11 - Bilancio (espresso in migliaia)

Analisi azionariato	30/12/2020	30/12/2019	30/12/2018
∨ Attività			
> Attività correnti	8.916.386	6.561.443	5.874.532
> Attività fisse	1.575.113	1.748.676	738.557
Attività totali	10.491.499	8.310.119	6.613.089
∨ Passività e patrimonio netto			
> Passività	7.589.716	9.117.804	7.130.397
> Capitale netto	2.901.783	-807.685	-517.308
Totale passività e patrimoni...	10.491.499	8.310.119	6.613.089

Approfondimento:

Analisi azionariato	30/12/2020	30/12/2019	30/12/2018
∨ Attività			
∨ Attività correnti			
∨ Liquidità			
Liquidità ed equivalenti	5.480.557	2.013.547	2.140.877
Altri investimenti a brev...	910.700	1.060.726	1.188.431
Liquidità totale	6.391.257	3.074.273	3.329.308
Totale attività correnti	8.916.386	6.561.443	5.874.532
∨ Attività fisse			
∨ Patrimonio impiantistico			
Patrimonio impiantistico...	922.113	865.602	453.119
Ammortamento accumu...	-267.851	-178.735	-143.711
Patrimonio impiantisti...	654.262	686.867	309.408
Avviamento	655.801	652.088	289.861
Immobilizzazioni immateriali	75.886	102.912	28.756
Altre attività a lungo termine	189.164	306.809	110.532
Attività non correnti totali	1.575.113	1.748.676	738.557
Attività totali	10.491.499	8.310.119	6.613.089

∨ Passività e patrimonio netto			
∨ Passività			
∨ Passività correnti			
Debito corrente	26.755	-	-
Debiti correnti	79.898	151.417	70.630
Imposte dovute	12.002	15.424	3.180
Passività accumulate	25.437	94.228	65.661
Altre passività correnti	2.036.044	1.081.419	765.609
Totale passività correnti	5.139.779	5.233.764	3.736.010
∨ Passività non correnti			
Debito a lungo termine	1.815.562	-	-
Altre passività a lungo ter...	203.470	271.164	162.885
Passività non correnti totali	2.449.937	3.884.040	3.394.387
Totale passività	7.589.716	9.117.804	7.130.397
∨ Capitale netto			
Azioni ordinarie	60	26	26
Utili non distribuiti	-6.005.707	-1.420.991	-768.888
Altre componenti di conto ec...	2.639	-4.410	-7.912
Patrimonio netto totale	2.901.783	-807.685	-517.308
Totale passività e patrimonio ...	10.491.499	8.310.119	6.613.089

Fonte: <https://it.finance.yahoo.com>

Figura 3.12 - Flusso di cassa (espresso in migliaia)

Analisi azionariato	TTM	30/12/2020	30/12/2019	30/12/2018	30/12/2017
> Flussi di cassa da attività opera...	1.482.227	-629.732	222.727	595.557	251.225
> Flussi di cassa da attività d'inv...	-188.369	79.590	-347.155	-668.171	-788.944
> Flussi di cassa da attività finanz...	4.637.698	2.940.814	854.579	140.516	672.954
Variazione netta in contanti	6.079.502	2.524.809	704.867	-91.017	362.407
Liquidità a inizio periodo	5.872.965	5.143.443	4.438.576	4.529.593	4.167.186
Liquidità a fine periodo	11.804.521	7.668.252	5.143.443	4.438.576	4.529.593
> Flusso di cassa libero	1.451.351	-667.103	97.275	504.933	151.021

Approfondimento

▼ Flussi di cassa da attività opera...					
Utile netto	-4.908.951	-4.584.716	-674.339	-16.860	-70.046
Deprezzamento e ammortamento	135.864	125.876	114.162	82.401	79.342
Imposte sul reddito differite	-	-19.601	-5.627	-5.017	-4.180
Compensazione in base alle azi...	3.384.869	3.001.948	97.547	53.893	38.357
Variazione nel capitale circolante	1.119.632	-284.610	620.382	421.029	183.202
Debiti correnti	30.932	-73.111	75.716	29.837	11.758
Altro capitale circolante	1.451.351	-667.103	97.275	504.933	151.021
Altri elementi non liquidi	67.114	58.969	3.672	1.646	5.928
Liquidità netta fornita da attivi...	1.482.227	-629.732	222.727	595.557	251.225
▼ Flussi di cassa da attività d'inv...					
Investimenti nel patrimonio impi...	-30.876	-37.371	-125.452	-90.624	-100.204
Netto acquisizioni	-	0	-400.298	-60.150	-176.649
Acquisti di investimenti	-4.644.220	-3.032.664	-1.016.155	-1.270.578	-1.040.246
Vendite/scadenze di investimenti	4.495.827	3.158.225	1.161.085	756.471	528.155
Altri attività di investimento	-	-8.600	33.665	-3.290	-
Liquidità netta utilizzata per in...	-188.369	79.590	-347.155	-668.171	-788.944
▼ Flussi di cassa da attività finanz...					
Rimborso debito	-2.212.883	-5.000	0	0	0
Azioni ordinarie emesse	-	3.650.870	-	0	-
Altre attività finanziarie	1.098.820	-2.649.010	848.706	124.473	617.238
Liquidità netta fornita da (utili...	4.637.698	2.940.814	854.579	140.516	672.954
Variazione netta in contanti	6.079.502	2.524.809	704.867	-91.017	362.407
Liquidità a inizio periodo	5.872.965	5.143.443	4.438.576	4.529.593	4.167.186
Liquidità a fine periodo	11.804.521	7.668.252	5.143.443	4.438.576	4.529.593
▼ Flusso di cassa libero					
Flusso di cassa operativo	1.482.227	-629.732	222.727	595.557	251.225
Spesa di capitale	-30.876	-37.371	-125.452	-90.624	-100.204
Flusso di cassa libero	1.451.351	-667.103	97.275	504.933	151.021

Fonte: <https://it.finance.yahoo.com>

Figura 3.13 - Indici di profittabilità (anno 2019, 2020)

Return on Assets	(4.07)%	(22.86)%
Return On Equity	(26.25)%	(172.18)%
Return on Total Capital	(10.94)%	(53.23)%
Return on Common Equity	101.79%	(437.87)%

Figura 3.14 - Margini (anno 2018, 2019, 2020)

EBITDA Margin	2.43%	(7.97)%	(98.73)%
EBITA Margin	1.12%	(9.16)%	(100.72)%
EBIT Margin	0.51%	(10.12)%	(101.79)%
EBT Margin	-	-	-
EBT Excl. Non-Recurring Items Margin	-	-	-
Gross Profit Margin	76.34%	75.10%	74.07%
SG&A Margin	59.97%	64.90%	94.37%
Net Income Margin	(0.46)%	(14.03)%	(135.71)%
Net Avail. For Common Margin	(0.46)%	(14.03)%	(135.71)%
Normalized Net Income Margin	0.80%	(5.30)%	(81.72)%

Figura 3.15 Asset turnovers (anno 2019, 2020)

Fixed Assets Turnover (Average Fixed Assets)	9.6x	5.0x
Inventory Turnover (Average Inventory)	-	-
Asset Turnover	0.6x	0.4x

Figura 3.16 - Short-term Liquidity (anno 2019, 2020)

Current Ratio	1.3x	1.7x
Quick Ratio	0.6x	1.2x
Days Sales Outstanding (Average Receivables)	-	-
Days Payable Outstanding (Avg)	33.9	48.3
Cash Conversion Cycle (Average Days)	-	-
Operating Cash Flow to Current Liabilities	0.0%	(0.1)%

Figura 3.17: Capitalization

Total Capital	2,714.2M	2,843.2M	5,231.6M
<i>Total Common Equity</i>	<i>(517.3)M</i>	<i>(807.7)M</i>	<i>2,901.8M</i>
<i>Total Preferred Equity</i>	<i>3,231.5M</i>	<i>3,231.5M</i>	-
<i>Total Debt</i>	-	<i>419.4M</i>	<i>2,329.8M</i>
<i>Minority Interest</i>	-	-	-
Return on Total Capital	-	(10.94)%	(53.23)%
Total Debt / Total Capital	-	14.8%	44.5%
Total Debt / Equity	-	17.3%	80.3%
Total Debt / EBITDA	-	(1.4)x	(0.7)x
Long-Term Debt / Total Capital	-	13.4%	42.9%

Figura 3.18 - Enterprise value multiples (anno 2020)

EV / Sales	-	-	30.8x
------------	---	---	-------

Figura 3.19 - Analisi del debito (anno 2018, 2019, 2020)

Total Debt / Equity	-	17.3%	80.3%
Total Debt / Capital	-	14.8%	44.5%
Long-Term Debt / Equity	-	15.7%	77.4%
Long-Term Debt / Capital	-	13.4%	42.9%
Total Liabilities / Total Assets	59.0%	70.8%	72.3%

Fonte: <https://app.koyfin.com>

CONCLUSIONI

Avendo analizzato l'offerta si devono fare delle considerazioni finali. L'operazione che è avvenuta con successo ha incrementato notevolmente il valore dell'azienda e il prezzo raggiunto dalle azioni nei giorni post-quotazione ha permesso grossi guadagni per i sottoscrittori istituzionali. Per chi invece, avesse voluto acquistare azioni Airbnb asseguito della quotazione, va specificato che l'azienda nel corso del tempo ha pagato un solo dividendo e come chiarito dalla stessa non si intende pagare alcun dividendo su azioni ordinarie di classe A nel prossimo futuro e prevede di trattenere tutti i guadagni futuri per utilizzarli nel funzionamento e nella crescita del business e per scopi aziendali generali. Qualsiasi decisione di pagare dividendi in futuro, sarà a discrezione del consiglio di amministrazione a sua volta limitato da accordi di credito dell'azienda contenenti clausole negative che limitano la capacità di pagare dividendi. Di conseguenza, gli investitori devono fare affidamento sulla vendita delle azioni ordinarie di classe A dopo l'apprezzamento del prezzo (che potrebbe anche non verificarsi), come unico modo per realizzare eventuali guadagni futuri sui loro investimenti. Dopo questa premessa le azioni in un solo giorno di quotazione sono passate da un valore di 68\$ a 146\$, la scelta di quotarsi oltre ad essere giustificata dalla raccolta di capitali per via della crisi di settore è stata effettuata in un momento di previsione di grande crescita futura per via della ripresa dei viaggi. Il prezzo più alto raggiunto finora dal titolo è di 219,94\$ mentre il minimo 121,50\$. Non si ha una chiara idea dell'impatto nel medio-lungo termine della pandemia però come si evince dai dati l'impatto è stato notevole. La popolarità del brand ha facilitato il debutto in borsa ma anche l'uscita di notizie positive sullo sviluppo dei vaccini in quel periodo, hanno velocizzato il rilancio dell'azienda (più in generale del settore) trasportata dall'ottimismo sia di chi voleva tornare a lavorare sia di chi voleva tornare a viaggiare. Dopo aver toccato il picco il prezzo delle azioni negli ultimi mesi è diminuito senza scendere però sotto la soglia dei 140\$ e con cenni di risalita. Gli investitori hanno la possibilità di guadagnare dallo spread tra il prezzo di acquisto dell'azione e il prezzo al quale viene venduta. La possibilità di ottenere rendimenti elevati alla luce di ciò che è stato detto nei primi due capitoli dovrebbe concentrarsi nei primi giorni successivi l'offerta. Il trend positivo che ha accompagnato l'offerta giustifica parzialmente il prezzo raggiunto dal titolo nel breve termine, lasciando spazio agli investitori con

intenti speculativi sul valore delle azioni. Non è possibile ipotizzare l'andamento futuro del titolo però l'azienda impegnerà parecchio tempo per sistemare i conti e poter riportare l'attività a pieno regime. Nel lungo termine il valore delle azioni potrebbe anche diminuire (underperformance del titolo), evidenziando che le operazioni di IPO sono anche parzialmente giustificate dall'enfasi che ha il mercato inizialmente verso di esse. Il prezzo del titolo che dovrebbe mantenersi sui livelli di prezzo attuali potrebbe in futuro oscillare molto rapidamente. Airbnb certo è una delle aziende leader nel suo settore ma la sua attività può essere influenzata da diversi fattori, la pandemia che nessuno aveva previsto ne è un esempio. Al momento il rischio relativo all'azienda è molto alto per via degli interrogativi sorti soprattutto durante il COVID-19, nessuno può immaginare come potrebbe evolvere. Sono state realizzate tantissime dosi di vaccini ma non abbastanza da avere una copertura totale e inoltre non offrono una protezione assoluta dal contagio. Le sfide che dovrà affrontare Airbnb sono notevoli, senza tener conto dei problemi legali e dei contenziosi nei confronti delle istituzioni statali. Poiché il rischio è elevato, c'è anche le possibilità di extra-rendimenti dovuti al superamento di determinate situazioni già affrontate. Anche se il prezzo delle azioni nel breve termine potesse scendere come è già successo, nel lungo termine il potenziale di Airbnb invece, è enorme e potrebbe far acquisire quote di mercato notevoli incrementando il valore delle azioni e accrescendo il valore per gli investitori.

BIBLIOGRAFIA

- J. Draho, *The IPO decision: Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing Limited, 2004.
- F. Bernè, *Il processo di pricing dei titoli azionari nelle operazioni di IPO*, Dottorato di ricerca in finanza aziendale XV ciclo, Università degli studi di Trieste, 2003, p. 83.
- R. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 2014, p. 397.
- Shefrin, Hersh., and Enrico Maria. Cervellati. *Finanza aziendale comportamentale: decisioni per creare valore*. Milano: Apogeo, 2007. Print.
- Dolnicar, S., & Zare, S. (2020). COVID19 and Airbnb—Disrupting the disruptor. *Annals of Tourism Research*, 83, 102961.
- Burke, K. (2020). Airbnb files IPO in face of profitability challenges.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.
- Altı, A. (2005). IPO market timing. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 1105-1138.

SITOGRAFIA

1. <https://www.borsaitaliana.it>
2. <https://it.finance.yahoo.com>
3. <https://app.koyfin.com>
4. <https://innovationtactics.com>
5. <https://www.economist.com>
6. <https://www.ft.com>
7. <https://www.wsj.com>
8. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1559720/000119312520306257/d81668ds1a.htm#toc81668_9 (S-1/A)
9. https://sec.report/Document/0001559720-21-000010/airbnb-10k.htm#ic710263be7bc4f28bbfc4b988de000e2_7 (10-K annual report)