



**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari**

**IPO VS DIRECT LISTING: il caso COINBASE Global Inc.**

Prof. Francesco Cerri

Vittorio Trenti 236031

RELATORE

CANDIDATO

**ANNO ACCADEMICO 2020 / 2021**

*Alla mia famiglia*

## **INDICE GENERALE:**

<b>Indice Figure</b> .....	4
----------------------------	---

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
---------------------------	---

### **CAPITOLO 1: IL METODO TRADIZIONALE: INITIAL PUBLIC OFFERING**

<b>Introduzione</b> .....	6
---------------------------	---

<b>1.1 Storia IPO</b> .....	6
-----------------------------	---

<b>1.2 Introduzione IPO</b> .....	7
-----------------------------------	---

<b>1.3 Processo di quotazione e ruolo banca underwriter</b> .....	9
---	---

<b>1.3.1 Pitch</b> .....	10
--------------------------	----

<b>1.3.2 Due Diligence</b> .....	11
----------------------------------	----

<b>1.3.3 Prè Marketing</b> .....	11
----------------------------------	----

<b>1.3.4 Bookbuilding e Pricing</b> .....	12
---	----

<b>1.4 Benefici derivanti dal processo di quotazione</b> .....	13
--	----

<b>1.5 Analisi dei costi del processo di quotazione</b> .....	15
---	----

<b>1.6 Fenomeno dell'underpricing e asimmetrie informative</b> .....	16
--	----

<b>Conclusioni</b> .....	18
--------------------------	----

### **CAPITOLO 2: IL DIRECT LISTING**

<b>Introduzione</b> .....	19
---------------------------	----

<b>2.1 Introduzione al Direct Listing</b> .....	19
<b>2.2 Funzionamento della quotazione tramite Direct Listing</b> .....	21
<b>2.2.1 Direct listing con aumento di capitale</b> .....	22
<b>2.2.2 Direct listing senza aumento di capitale</b> .....	23
<b>2.3 Vantaggi e svantaggi di una quotazione tramite Direct listing</b> .....	25
<b>2.3.1 Vantaggi del Direct listing</b> .....	25
<b>2.3.2 Svantaggi di una quotazione tramite Direct listing</b> .....	27
<b>Conclusioni</b> .....	28
 <b>CAPITOLO 3: QUOTAZIONE COINBASE GLOBAL INC.</b>	
<b>Introduzione</b> .....	30
<b>3.1 Introduzione Coinbase Global Inc</b> .....	30
<b>3.1.2 Come funziona la piattaforma Coinbase</b> .....	31
<b>3.2 Perché Coinbase Global Inc. ha scelto il Direct Listing</b> .....	32
<b>3.3 Rischi e benefici derivanti dalla quotazione tramite Direct Listing</b> .....	37
<b>3.3.1 Rischi per gli investitori: la volatilità dei titoli</b> .....	38
<b>3.3.2 Benefici derivanti dalla quotazione</b> .....	40
<b>Conclusione</b> .....	42
<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....	44
<b>BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA</b> .....	45

## **Indice figure:**

**Figura 1.1 Indagine sui motivi addotti dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende**

**Figura 1.2 Fasi del processo di quotazione tramite IPO**

**Figura 1.3 I primi 10 sottoscrittori di emissioni azionarie e obbligazionarie globali, 2018**

**Figura 3.1 Bilanci trimestrali Coinbase Global Inc. Stato Patrimoniale**

**Figura 3.2 Andamento Max. titolo COIN, mercato Nasdaq Market Exchange**

**Figura 3.3 Andamento 1Y cripto asset BITCOIN**

**Figura 3.4 NASDAQ, COIN, primo giorno di contrattazioni**

## *IPO VS Direct Listing: il caso COINBASE Global Inc.*

### **INTRODUZIONE**

Il seguente elaborato nasce dalla volontà di approfondire la tematica del procedimento che consente ad una società privata di diventare pubblica quotando le proprie azioni sul mercato dei capitali. L'elaborato si concentra in particolare sull'analisi e il confronto dei due metodi alternativi: il procedimento di quotazione tradizionale “*Initial Public Offering*” ove la società è affiancata da una o più banche *underwriters* in tutto il processo di quotazione, le quali oltre ad offrire consulenza alla stessa provvedono alla sottoscrizione anticipata dei titoli e il collocamento di quest'ultimi presso gli investitori privati; il procedimento di quotazione diretto denominato “*Direct Listing*” recentemente adottato dal exchange di cripto valute *Coinbase Global Inc* (giorno della quotazione 14/04/2021). Tale modalità di quotazione, approvata dalla *Securities Exchange Commission* a partire dal 3 Aprile 2018, non prevede la sottoscrizione anticipata dei titoli da un intermediario finanziario ma essi saranno collocati direttamente dalla società sul mercato dei capitali. Tuttavia la banca è pur sempre presente nel processo di quotazione offrendo servizi di consulenza e aiutando la società ad adempiere agli obblighi sostanziali, formali e di trasparenza imposti dalle Autorità (*CONSOB, SEC*) e dalle *Banche Centrali*. Nel primo capitolo, a partire dalla definizione di quotazione tradizionale, verrà introdotto il principale metodo di quotazione *IPO*. Tale capitolo analizzerà il suddetto metodo evidenziando dettagliatamente le fasi che lo compongono e il ruolo dell'intermediario finanziario in ciascuna di esse. Terminerà evidenziando benefici aziendali e costi, diretti e indiretti, di tale metodologia di quotazione con particolare riferimento al fenomeno dell'*underpricing*. Il secondo capitolo definisce ed inquadra analiticamente il metodo di quotazione *Direct Listing*. A partire dalla definizione di tale metodologia, si proseguirà all'analisi delle società idonee ad utilizzarla e successivamente si proseguirà con la spiegazione analitica del funzionamento di tale processo distinguendo la quotazione diretta con aumento di capitale e la quotazione diretta senza aumento di capitale. Tale capitolo terminerà con l'analisi dei vantaggi e svantaggi nell'utilizzo di detto metodo con la volontà di inquadrare il profilo societario più idoneo ad utilizzarlo. Il terzo capitolo infine si concentra sulla quotazione tramite *DL* della società *Coinbase Global Inc.* in particolare evidenziando i vantaggi e svantaggi che ha riscontrato utilizzando tale metodologia. Dopo una breve introduzione del complesso societario e il *business model* adottato il capitolo si concentrerà sulle motivazioni che hanno spinto la società ad optare per tale metodo di quotazione e si concluderà con l'analisi dei benefici e rischi derivanti da esso.

# Capitolo 1: Il metodo tradizionale: Initial Public Offering

## Introduzione

Il capitolo primo si propone di offrire una trattazione sul metodo tradizionale di quotazione adottato dalle società private con l'intento di divenire pubbliche, denominato “*Initial Public Offering*” (IPO). Tale capitolo si concentrerà in particolare sulle fasi del processo di quotazione che vede la società affiancata da una o più banche d'investimento e sui vantaggi e svantaggi che esso comporta. La trattazione parte da un breve accenno storico alle origini di tale metodo e alla nascita dei primi mercati regolamentati e prosegue poi con una descrizione prima generale poi specifica dell'intero processo di quotazione soffermandosi con attenzione su tutte le fasi che lo compongono e il rispettivo ruolo della banca *underwriters* in ciascuna di esse: “*Pitch*”, “*Due diligence*”, “*Pre Marketing*” e “*Bookbuilding and Pricing*”. Successivamente si passerà ad un'analisi critica ed analitica di quelli che sono i benefici derivanti dalla quotazione distinguendoli in: *benefici operativi*, *benefici fiscali*, *benefici finanziari* e *benefici operativi*. In seguito verranno trattati quelli che sono i costi sostenuti dalla società per l'utilizzo di tale metodo distinguendoli in costi diretti e indiretti, soffermandosi in particolare sulle commissioni richieste dall'intermediario finanziario, costo diretto più gravoso per la società. Il capitolo terminerà con una trattazione sull'fenomeno dell'underpricing costo indiretto nascosto delle IPO, ma non di certo trascurabile.

## 1.1 Storia IPO

Le prime forme di società ad emettere azioni pubbliche furono i Publicani, particolari enti giuridici indipendenti dai loro membri, la cui proprietà era suddivisa in partes (azioni). Questo tipo di organizzazione risale alla Repubblica Romana e ci sono delle prove che già a quel tempo, partes di queste società venivano vendute ad investitori pubblici e scambiate in una sorta di mercato da banco nel Foro, vicino al Tempio di Castore e Polluce. Già in quel periodo le azioni oscillarono di valore, favorendo l'attività degli speculatori e questori. Le forme di società publicani persero terreno nel primo secolo a.C. con la caduta della Repubblica e la conseguente ascesa dell'Impero<sup>1</sup>. Per arrivare ad una considerazione dell'azione più simile a quella di oggi, bisogna aspettare il XV secolo. All'inizio dell'Età moderna (XV secolo), gli olandesi, risultavano essere i più importanti innovatori finanziari, tanto da contribuire a gettare le basi dei moderni sistemi finanziari. La prima IPO moderna si verificò proprio nella Repubblica Olandese nel marzo 1602 quando la Compagnia Olandese delle Indie Orientali (conosciuta anche con l'acronimo VOC) diventò la prima società nella storia ad emettere

---

<sup>1</sup> A History of Financial Speculation, By Edward Chancellor, <https://www.washingtonpost.com/wp-srv/style/longterm/books/chap1/deviltakethehindmost.htm>

titoli di credito (obbligazioni) e azioni al pubblico, con lo scopo di accrescere la propria quantità di capitale<sup>2</sup>. La VOC è stata ufficialmente la prima società a quotarsi in una borsa valori ufficiale, la borsa di Amsterdam. Anche in Italia nello stesso periodo iniziarono a formarsi i primi titoli trasferibili, in particolare attraverso le città-stato iniziarono a svilupparsi i primi titoli di stato trasferibili, tuttavia in Italia mancava ancora una componente fondamentale per la creazione di un mercato dei capitali: gli azionisti aziendali. Un vero e proprio mercato regolamentato italiano si creò successivamente la costituzione della Borsa di Milano, istituita dal decreto del 16 Gennaio 1808 con cui il viceré, Eugenio Napoleone, ne ordinò l'apertura. Un ulteriore passo in avanti, è stato quello della regolamentazione globale della borsa valori, dei titoli e dei mediatori. Inoltre La privatizzazione durante gli anni Novanta della borsa italiana, ha condotto ad un maggiore trasparenza e competitività del mercato italiano spingendo molte imprese a diventare pubbliche. Negli Stati Uniti la prima IPO si verificò due secoli più tardi rispetto alla quotazione della VOC, la prima società ad emettere i propri titoli al pubblico negli USA fu la Bank of North America intorno al 1783<sup>3</sup>.

## 1.2 Introduzione IPO

L'offerta Pubblica di Iniziale, in inglese Initial Public Offering (IPO), rappresenta uno dei momenti più importanti per le imprese, le quali, raggiunta un adeguata fase di sviluppo della loro vita, decidono di emettere propri titoli azionari al pubblico, quotandosi in un mercato regolamentato. Lo scopo dell'offerta è quello di ottenere la quotazione in borsa dei titoli della società. L'IPO viene generalmente svolta da imprese, cui capitale è solitamente detenuto da imprenditori, i quali concordano nel rendersi disponibili ad un pubblico maggiore per migliorare il potenziale aziendale, accrescere l'immagine aziendale, ridurre l'indebitamento o più semplicemente per attuare nuovi investimenti. L'IPO non presenta un modello unico, essa si può infatti distinguere fra: offerta primaria o Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), all'interno della quale vengono emesse nuove azioni offerte in sottoscrizione, con lo scopo di raccogliere liquidità per finanziare l'attività operative o di investimento della società. Inoltre può essere distinta in offerta secondaria o Offerta Pubblica di Vendita (OPV), nella quale gli azionisti esistenti scelgono di liquidare parte dei titoli detenuti in modo da realizzare un profitto per il loro investimento<sup>4</sup>. La principale differenza caratterizzante le due tipologie di offerte sta nella destinazione del capitale derivante da esse. Infatti, mentre nelle OPS la liquidità derivante dall'operazione viene destinata a finanziare l'azienda, con un conseguente aumento di capitale, nelle OPV, il

---

<sup>2</sup> Ivi

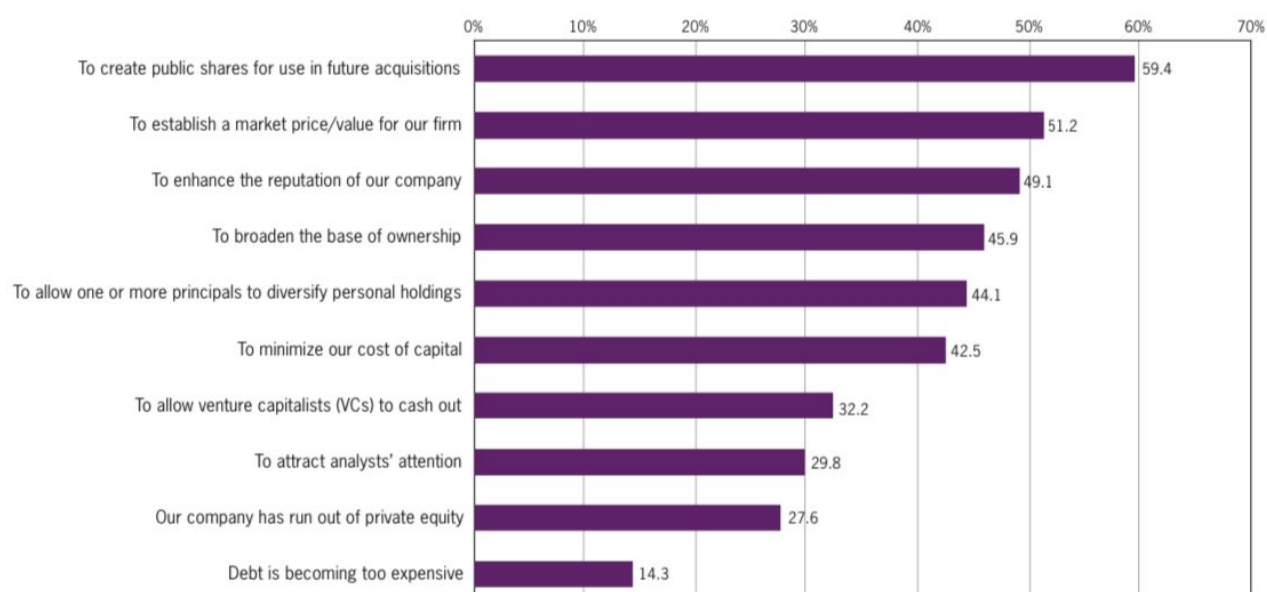
<sup>3</sup> Stringham, Edward Peter: Private Governance: Creating Order in Economic and Social life. (Oxford University Press, 2015, ISBN 9780199365166), p.42

[https://www.researchgate.net/publication/46540907\\_Evidence\\_on\\_What\\_CFOs\\_Think\\_About\\_the\\_IPO\\_Process\\_Practice\\_Theory\\_and\\_Managerial\\_Implications](https://www.researchgate.net/publication/46540907_Evidence_on_What_CFOs_Think_About_the_IPO_Process_Practice_Theory_and_Managerial_Implications)

<sup>4</sup> Principi di finanza aziendale, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri

capitale è destinato a monetizzare le partecipazioni degli azionisti modificando la base proprietaria e non il capitale proprio. La vendita di azioni al pubblico genera liquidità per l'azienda o gli azionisti esistenti ma questo non è in alcun modo l'unico motivo che spinge una società a quotarsi in borsa. Le principali motivazioni che inducono i manager ad effettuare un IPO sono molteplici e sono elencate nella figura 1.1. ("indagine sui motivi adottati dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende"). Come si può notare dalla figura 1.1, la ricerca evidenzia che la motivazione principale di un'offerta pubblica iniziale non è la raccolta di equity, che è piuttosto bassa nell'elenco dei motivi. Le ragioni principali che spingono i manager alla quotazione per diventare pubblici sono<sup>5</sup>:

- La creazione di una valuta, data dalle azioni quotate in borsa, che può essere impiegata per finanziare acquisizioni;
- La determinazione di un prezzo/valore di mercato dell'impresa;
- Il miglioramento della reputazione dell'impresa;
- La possibilità ad uno o più azionisti di diversificare le proprie partecipazioni.



<sup>5</sup> Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications, Journal of Applied Corporate Finance, James C. Brau and Stanley E. Fawcett  
[https://www.researchgate.net/publication/46540907\\_Evidence\\_on\\_What\\_CFOs\\_Think\\_About\\_the\\_IPO\\_Process\\_Practice\\_Theory\\_and\\_Managerial\\_Implications](https://www.researchgate.net/publication/46540907_Evidence_on_What_CFOs_Think_About_the_IPO_Process_Practice_Theory_and_Managerial_Implications)



Figura 1.1 “Indagine sui motivi addotti dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende”. Fonte: Brau, J.C e Fawcett S.E., “Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications,” Journal of Applied Corporate Finance 18 (2006), pp. 107-117.

### **1.3 Processo di quotazione e ruolo della banca underwriter**

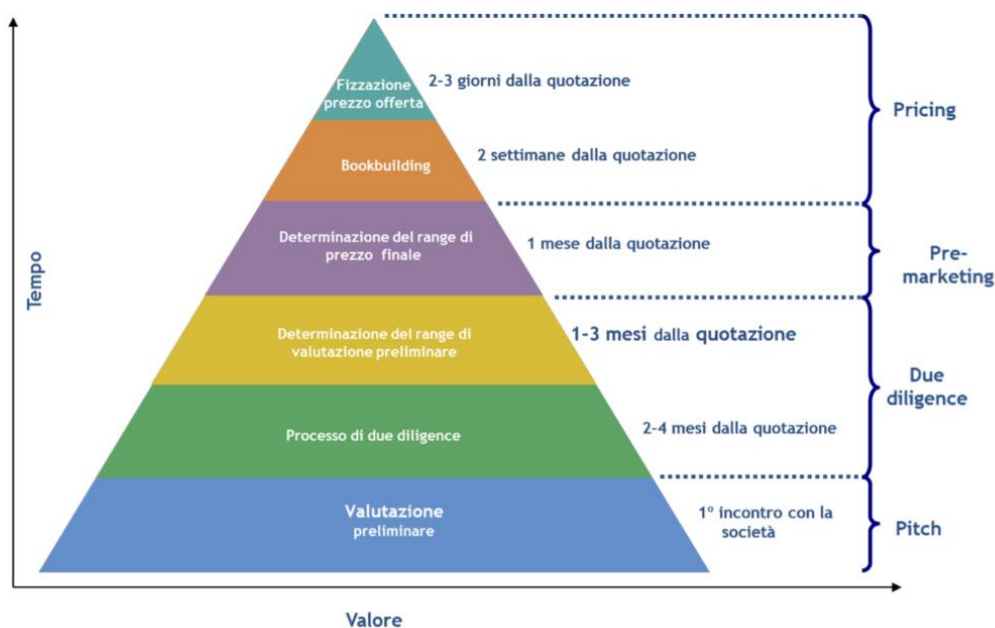
L’offerta pubblica iniziale è una delle operazioni finanziarie più complesse e costose affrontate dalle imprese e proprio per questo la società durante tutto lo svolgimento dell’operazione è affiancata da una banca underwriter o più banche underwriters (sindacato di collocamento), le quali hanno il compito di organizzare l’operazione di emissione e il successivo collocamento dei titoli. Il processo che permette ad una società di quotarsi in borsa è molto lungo, richiede oltre sei mesi e si concretizza attraverso quattro macrofasi:

- Pitch
- Due Diligence,
- Pre-marketing
- Bookbuilding e Pricing

Esso può essere rappresentato da una piramide<sup>6</sup> come mostra la Figura 1.2. La banca underwriter accompagna la società in tutti i piani della piramide svolgendo di solito un triplice ruolo: in primo luogo, offre alla società una consulenza legale e finanziaria, in secondo luogo compra l’emissione e in terzo luogo la rivende al pubblico.

---

<sup>6</sup> Organismo Italiano di Valutazione, Le valutazioni in sede di IPO <http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP.01.2017-LeValutazioniiafinidiIPO.pdf>



**Figura 1.2** Fasi del processo di quotazione tramite IPO

### 1.3.1 Pitch

Il processo di IPO si apre con la fase di *Pitch* 4-6 mesi prima dell'effettiva emissione dei titoli all'interno del mercato. In questa fase avvengono i primi incontri preliminari tra società ed advisor per la scelta del *Global Coordinator* (banca underwriter). Oltre ad una valutazione preliminare su tempistiche, costi dell'operazione e possibile prezzo dei titoli, i banchieri d'investimento esperti del mercato, sono in grado di consigliare l'azienda che sta valutando l'opportunità di procedere a una nuova emissione. Questa fase si concretizza con un'attenta analisi da parte del Consiglio di Amministrazione dei piani industriali e fattibilità predisposti dai manager, con il fine di valutarne la convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione. Se la delibera del CdA ha esito positivo si procede con la convocazione dell'Assemblea ordinaria o, se previsto un aumento di capitale, quella straordinaria. Nella scelta dell'underwriter la società dovrebbe dare molta più attenzione alla qualità dell'intermediario (track record in precedenti IPO, conoscenza del settore di appartenenza dell'emittente, capacità distributiva, qualità del team di analisti, ecc.), piuttosto che basarsi esclusivamente sul valore proposto, poco significativo prima della due diligence e soprattutto prima del confronto con il mercato<sup>7</sup>. In questa fase oltre la scelta della banca underwriter vengono nominati sponsor (che può coincidere con banca underwriter), consulente legale e società di revisione, i quali ognuno con le proprie responsabilità accompagneranno l'emittente nell'intero processo di quotazione.

<sup>7</sup> Organismo Italiano di Valutazione, Le valutazioni in sede di IPO <http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP.01.2017-LeValutazioniiafinidilIPO.pdf>

### 1.3.2 Due Diligence

Nella seconda fase, denominata *Due Diligence* advisor finanziario e banca collocatrice, cominciano il processo di revisione finanziaria, fiscale e legale sulla base informativa che viene resa disponibile dalla società. Inoltre, sviluppano un'indagine approfondita del piano industriale. Ciò viene svolto con un duplice scopo: da una parte quello di avere una visione completa della realtà aziendale in modo da comprendere in dettaglio il business dell'azienda, dall'altra determinare l'*Equity story* della società emittente, ovvero il profilo della società che verrà presentato al pubblico degli investitori con il fine di persuaderli ad aderire l'offerta (c.d. *early marketing*). La banca, oltre a determinare l'Equity story, insieme all'emittente e al consulente legale si occupa della redazione del Prospetto Informativo richiesto dalle autorità di controllo del mercato (CONSOB, nel caso italiano; SEC, negli USA). Tale Prospetto Informativo è il principale atto contenente i dati aziendali messi a disposizione degli investitori, si tratta di un documento molto voluminoso contenente, oltre tutti i dati aziendali, analisi approfondite sul settore di riferimento e sugli strumenti oggetto di quotazione. Numerosi sono gli adempimenti normativi e i requisiti di qualità, dei titoli offerti, richiesti dalle autorità di controllo del mercato per le società che intendono quotarsi in Borsa. Proprio per questo in queste attività il supporto della banca underwriter è di notevole importanza. In Italia, la società che vuole quotarsi in borsa deve presentare domanda di ammissione alla società di gestione del mercato (Borsa italiana S.p.A.) e ricevere il nulla osta da parte della CONSOB. Se la verifica della documentazione presentata ha esito positivo e quindi non insorge nessuna obiezione da parte delle autorità di controllo, la CONSOB concede il nulla osta per la pubblicazione del Prospetto Informativo.

### 1.3.3 Pre-marketing

La terza fase del processo è detta *Pre-marketing* ed ha per oggetto, come dice il nome stesso, il marketing dell'emissione. In questa fase, quindi, vengono presentati al mercato e agli analisti del sindacato di collocamento o della singola banca d'investimento, i termini dell'operazione, un'analisi dettagliata dell'azienda, del business e le strategie di crescita aziendale (*analyst presentation*); nel caso degli investitori istituzionali, l'attività di marketing vera e propria si ha con appositi eventi denominati *roadshow*, fondamentali per la determinazione del prezzo finale. Essi sono indispensabili per valutare la potenziale appetibilità dell'Equity story proposta e per ottenere un primo feedback sul valore della società emittente. L'incontro tra società, global coordinator e investitori istituzionali è molto importante nel processo di IPO per due motivi, sia per promuovere e pubblicizzare il collocamento dell'emissione, allargando il campione degli investitori sondato in precedenza durante L'early marketing. Sia per ottenere dal mercato informazioni utili alla configurazione della probabile curva di domanda del titolo e, quindi, giungere alla definizione del range di

prezzo con cui i titoli verranno offerti. In generale il range di prezzo viene fissato in modo tale che il prezzo minimo rappresenti una soglia attrattiva per gli investitori, il prezzo massimo, invece, viene fissato tenendo conto delle aspettative di valorizzazione dell'azionista di riferimento e delle soglie valutative espresse dagli investitori in sede di attività di pre-marketing. Il range di prezzo fissato sarà il riferimento per la fase successiva, ovvero la raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali (il così detto bookbuilding) ed eventualmente retail<sup>8</sup>.

### 1.3.4 Bookbuilding e Pricing

L'ultima fase del processo denominata *Pricing* inizia con le operazioni di *Bookbuilding* in cui formalmente viene espressa la volontà degli investitori pubblici e privati di quanti titoli desiderano acquistare e a che prezzo. Il successo dell'operazione è vincolato dalla fase del roadshow, dove, come già affermato in precedenza, il top management e il global coordinator svolgono meeting con gruppi di investitori o singoli investitori istituzionali (*One-to-One meeting*). Ciò permette di ottenere l'accurata curva di domanda del titolo e fissare il prezzo definitivo delle azioni. Il prezzo finale di offerta quindi viene individuato dalle banche collocatrici insieme agli azionisti, gli esponenti del management team e al loro advisor finanziario, considerando sia il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare sia analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali medesimi<sup>9</sup>. A questo punto, una volta determinato il prezzo finale dei titoli, la banca d'investimento potrà procedere all'effettivo underwriting al prezzo fissato per poi rivendere i titoli nel mercato degli investitori pubblici e privati. I 10 più grandi sottoscrittori di emissioni azionarie e obbligazionarie nel 2018<sup>10</sup> (underwriter) a livello globale sono elencati dalla Figura 1.3. (Fonte: Renaissance Capital)

Bookrunner	Posizione 2018	Ricavi	Quota di mercato (%)
J.P. Morgan	1	461.854,6	7,5
Bank of America Merrill Lynch	2	392.425,5	6,4
Citi	3	388.192,1	6,3
Barclays	4	380.798,6	6,2
Morgan Stanley	5	326.217,7	5,3
Deutsche Bank	6	325.618,3	5,3
Goldman Sachs & Co.	7	325.574,9	5,3

<sup>8</sup> Organismo Italiano di Valutazione, Le valutazioni in sede di IPO <http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP.01.2017-LeValutazioniiafinidiIPO.pdf>

<sup>9</sup> Organismo Italiano di Valutazione, Le valutazioni in sede di IPO <http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP.01.2017-LeValutazioniiafinidiIPO.pdf>

<sup>10</sup> Istituzioni e mercati finanziari, Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli

HSBC Holding PLC	8	261.311,2	4,2
Credit Suisse	9	246.767,3	4,0
Wells Fargo & Co	10	204.825,6	3,3

Figura 1.3 “I primi 10 sottoscrittori di emissioni azionarie e obbligazionarie globali, 2018” Fonte: Renaissance Capital.

L’obiettivo delle banche è l’intero collocamento dell’emissione ma non sempre ciò si verifica, può accadere che l’offerta non viene recepita dal mercato e l’emissione dei titoli risulta non interamente sottoscritta. Il rischio assunto dalla banca nel momento dell’underwriting è molto elevato infatti se l’offerta non è recepita dal mercato e quindi non interamente sottoscritta, dovrà sostenere da sola l’intera perdita per il mancato collocamento dei titoli. Nelle IPO più rischiose, per evitare che ciò si verifichi, si può dar vita ai così detti sindacati di collocamento, in cui più banche si ripartiscono il compito e il rischio dell’underwriting. La maggior parte delle emissioni è organizzata proprio attraverso questi sindacati.

## 1.4 Benefici derivanti dal processo di quotazione

Per capire le ragioni che influenzano la decisione di quotare in borsa una società è necessario svolgere un’analisi partendo dal punto di vista del management e degli azionisti di controllo. Le conseguenze positive derivanti dal processo di quotazione sono molteplici e si ripercuotono principalmente sulla configurazione strutturale dell’impresa e sul suo funzionamento. I benefici che derivano da un IPO possono essere raggruppati in quattro gruppi fondamentali: i benefici finanziari; i benefici in campo fiscale; i benefici operativi; i benefici organizzativi.

Analisi dei benefici.

I *benefici finanziari* sono molteplici, riguardano principalmente la struttura finanziaria ovvero il relativo finanziamento della società stessa:

- La quotazione in borsa dà luogo ad una riconfigurazione strutturale della società con lo scopo di andare a ridurre il rapporto tra capitale di debito e capitale azionario rendendo così più conveniente l’indebitamento<sup>11</sup>.
- La quantità stessa del debito esistente può essere diminuita con il capitale raccolto in sede di IPO

<sup>11</sup> Cfr.: Starting Finance, Edoardo Scirè, I benefici finanziari di un ipo <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-benefici-finanziari-di-una-ipo/>

- Abbassamento dei tassi di finanziamento: il capitale di una società quotata è generalmente considerato meno rischioso di una società non quotata. Lo standing creditizio viene migliorato a livello generale traducendosi in un miglioramento della competitività e del leverage finanziario<sup>12</sup>.
- La liquidità raccolta con la quotazione può essere utilizzata sia per finanziare la crescita esterna dell'impresa attraverso future acquisizioni, oppure la crescita interna attraverso nuovi investimenti

I *benefici fiscali* si realizzano in particolari aliquote d'imposta ridotte, nella maggior parte dei casi temporanei. Ad esempio, in Italia, la legge di Bilancio 2018 (legge 27 dicembre 2017, n. 205) ha previsto un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute dalle società per l'ammissione alla quotazione nel triennio 2018-2020 per il mercato AIM, fino ad un valore massimo del credito di imposta di 500.000 euro, prorogato fino al 31 dicembre 2021 con la nuova legge di bilancio<sup>13</sup>. La finalità degli stessi non è solo quella di creare incentivi fiscali alle imprese neo quotate, ma anche quella di concepire il beneficio stesso come incentivo alla quotazione.

I *benefici operativi* riguardano principalmente l'attività di gestione dell'impresa, la quotazione può costituire l'occasione per favorire l'ingresso di nuovi soci privati, in particolare di investitori istituzionali, i quali possono contribuire, data la loro esperienza, a migliorare la gestione operativa dell'impresa. I fondi di investimento spesso eleggono in consiglio d'amministrazione amministratori indipendenti che vigilano sull'andamento della società, mentre soci industriali portano con sé know-how e best practices da implementare nel processo produttivo dell'azienda<sup>14</sup>. Oltre a migliorare la capacità di gestione operativa l'entrata in borsa ha un ruolo fondamentale nell'attività di marketing, in particolare attraverso la quotazione il marchio dell'impresa assume maggiore visibilità. Nuove quote di mercato possono essere coinvolte raggiungendo così nuovi segmenti sempre più eterogenei, ciò stimola la società ad un'ulteriore differenziazione nella gamma di beni e di servizi offerti adatti a soddisfare questa nuova fonte di domanda. Avvenuta la quotazione la società ha un nuovo strumento a disposizione per migliorare la propria organizzazione interna: le stock option. Detti strumenti finanziari permettono la remunerazione di parte del compenso dovuto ai dipendenti in Call sulle azioni della società. Con le stock option la società promette al singolo dipendente la vendita di azioni, per un tempo predeterminato, ad un prezzo inferiore a quello praticato dal mercato. Detti strumenti finanziari hanno come obiettivo principale quello di allineare gli interessi dei dipendenti, in particolare gli amministratori, con quelli dei soci<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> Ivi

<sup>13</sup> Deloitte, Initial Public Offering, credito d'imposta per i costi di quotazione  
[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/Deloitte\\_Italy-Credito\\_di\\_imposta\\_per\\_i\\_costi\\_di\\_quotazione.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/Deloitte_Italy-Credito_di_imposta_per_i_costi_di_quotazione.pdf)

<sup>14</sup> Starting Finance, Edoardo Scirè, <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/quali-sono-i-benefici-operativi-di-una-ipo/>

<sup>15</sup> Ivi

I *benefici organizzativi* rivestono un ulteriore aspetto di non trascurabile rilievo in quanto vanno ad influire sull'attività di management in senso stretto. Infatti, grazie all'assegnazione di azioni e stock option a dipendenti e manager, un'impresa quotata può facilmente implementare piani di incentivazione allineando i loro obiettivi a quelli generali dell'impresa. Un secondo aspetto non meno importante riguarda i flussi informativi interni e verso il mercato, essi consistono nelle comunicazioni aziendali nei confronti di sponsor, fornitori, collaboratori, dipendenti e non ultimi i finanziatori stessi. Questi devono rispettare precisi criteri di correttezza d'informazione e trasparenza per favorire un corretto procedimento di quotazione nel mercato.

## **1.5 Analisi dei costi del processo di quotazione**

Come detto in precedenza, il processo di quotazione è una delle operazioni finanziarie più complesse e costose che un'impresa si trova ad affrontare. I costi derivanti da un IPO sono molteplici e dalle caratteristiche eterogenee. L'analisi delle spese, svolta in sede preventiva, è fondamentale per comprendere la fattibilità dell'operazione che dipenderà dal confronto tra costi e capitale ottenibile dal mercato con il collocamento dei titoli. I costi di un IPO sono classificabili come diretti e indiretti, i diretti a loro volta possono essere divisi in fissi o variabili. I costi diretti sono sostenuti dalla società nelle fasi precedenti e propedeutiche alla quotazione e contestualmente nel momento della quotazione stessa, la maggior parte di essi sono legati al pagamento di servizi di consulenza da parte di diversi professionisti. L'onere diretto più consistente è il *gross spread o success fee* che rappresenta il compenso per la banca d'investimento. Il gross spread è un costo diretto variabile e varia solitamente con una percentuale tra il 3,6% e il 7% del capitale costituente l'IPO. Lo spread consiste nella differenza di prezzo a cui un sottoscrittore acquista un'azione dall'emittente e il prezzo a cui viene rivenduta al pubblico. Il costo è costituito da una commissione fissa, atta a coprire tutte le spese di istruttoria, ed una variabile proporzionale a numerosi fattori, quali: l'andamento del titolo nel mercato secondario, la capitalizzazione di borsa e la dimensione delle transazioni, il management del progetto ed il corretto timing nella tempistica di quotazione. Rientrano nei costi diretti anche i costi generali di marketing ovvero quelle spese dirette all'organizzazione del roadshow per gli investitori istituzionali, alla preparazione e diffusione dei prospetti informativi e allo sviluppo di campagne promozionali rivolte ai potenziali investitori pubblici e privati. Sempre nei costi diretti rientrano inoltre le tasse richieste dalle società di Borsa, esse devono essere pagate dalla società sia al momento dell'ingresso nel listino ed in via generale è una spesa fissa. Sia negli anni successivi la quotazione, in questo caso la tassa è variabile e dipenderà dal volume degli scambi del titolo all'interno del mercato. Ad affiancare i costi diretti come già detto in precedenza, nel processo di IPO troviamo anche molteplici costi indiretti da sostenere nel tempo. Tali costi indiretti sorgono dopo la quotazione e accompagnano la società neo-quotata nel corso della sua vita sul mercato. Essi sono principalmente tre: la necessità di mantenere relazioni stabili e trasparenti con gli investitori, la perdita di vantaggio competitivo nei

confronti di competitor e possibili disincentivi a centrare obiettivi di lungo periodo (moral hazard da parte dei manager)<sup>16</sup>. Nella prima categoria rientrano i costi sostenuti dalla società per mantenere un flusso informativo ininterrotto di documenti da divulgare al pubblico, come bilanci annuali e semestrali. Prima di ogni Assemblea, inoltre, i soci devono avere la possibilità di accedere a determinate informazioni societarie in modo da prendere le loro scelte di voto con maggior consapevolezza. La produzione delle medesime informazioni richiede spese legate al personale organizzativo e di mantenimento come pubblicazione e archiviazione. Nella seconda categoria rientrano quei costi legati alla perdita di un vantaggio competitivo nei confronti dei competitor. La trasparenza richiesta nel rapporto con gli investitori rende pubbliche informazioni societarie inerenti al core business della società, ai clienti e fornitori di quest'ultima. I competitor come i potenziali investitori una volta che l'azienda è quotata avranno libero accesso a queste informazioni, ciò si tradurrà in un costo. Nella terza categoria in fine il costo si traduce in un disallineamento di interessi fra azionisti e management. Con le continue pubblicazioni dei risultati di gestione semestrali, e alcune volte trimestrale, l'interesse dei manager potrebbe non coincidere con quello degli azionisti. In molti dei casi l'attenzione dei manager si concentra sulla crescita di ricavi e profitti nel breve periodo piuttosto che su investimenti più onerosi che servono ad ampliare le dimensioni aziendali. Il disincentivo a tenere conto di obiettivi di lungo termine, a tutti gli effetti un rischio di moral hazard dei manager sostenuti dai soci proprietari, può andare a minare la strategia aziendale della società, perdendo importanti opportunità per la società e stakeholder, a favore di speculatori a breve termine o di vantaggi personali degli amministratori<sup>17</sup>.

## **1.6 Fenomeno dell'Underpricing e asimmetrie informative**

L'underpricing è la pratica molto diffusa di quotare un'offerta pubblica iniziale a un prezzo inferiore rispetto al suo reale valore, sul mercato dei capitali. Come si fa a dire che il prezzo di collocamento è sottostimato? Si guarda al primo giorno di quotazione dei titoli all'interno del mercato, se si registra una differenza di prezzo positiva, tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione del titolo ed il prezzo a cui lo stesso è stato invece offerto in prima istanza agli investitori nel mercato primario, allora si è in presenza del fenomeno dell'underpricing. È possibile, anche se molto raramente, che si verificano processi di quotazione in cui la differenza di prezzo registrata è negativa. In questo caso non si parla più di underpricing, ma di overpricing, ove, il prezzo di collocamento del titolo presso gli investitori è maggiore del prezzo contrattato alla fine del primo giorno di quotazione nel mercato. Per stimare l'entità dell'underpricing, la misura più utilizzata è la

---

<sup>16</sup> Starting Finance, i costi indiretti di un IPO <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-indiretti-di-una-ipo/>

<sup>17</sup> Ivi



formula del “first day return”, ossia la variazione del prezzo del titolo nel primo giorno di negoziazione. Se il valore uscente dalla formula è positivo siamo in presenza di underpricing, mentre se è negativo overpricing.

Formula “first day return”:  $Underpricing = \frac{P1-P0}{P0}$

Dove:

- P1 è il prezzo alla fine del primo giorno di contrattazioni
- P0 è il prezzo di quotazione nel mercato primario

Il dibattito degli economisti su questo fenomeno è stato molto acceso ed intenso, tanto da dar vita ad un’ampia e approfondita letteratura teorica ed empirica, con l’obiettivo di spiegare le cause che spingono una società a quotarsi ad un prezzo inferiore rispetto a quello che rifletterebbe il reale valore dei propri titoli. Gran parte dei modelli teorici si basano sull’ipotesi dell’esistenza di asimmetrie informative tra i partecipanti all’operazione. I modelli, tuttavia, possono essere distinti in due grandi macrocategorie, modelli in cui l’underpricing è una strategia appositamente perseguita dalla società emittente, e modelli in cui l’underpricing è causato da conflitti contrattuali fra società e intermediario finanziario. I costi che derivano dalla sottovalutazione dei titoli sono nascosti, ma non di meno reali, solitamente nelle offerte pubbliche iniziali eccedono gli altri costi di emissione. L’underpricing rappresenta uno dei costi indiretti più gravosi per le società, a causa della sottovalutazione del titolo l’azienda raccoglie molto meno capitale rispetto a quello che potrebbe realmente raccogliere se quotasse i titoli al loro reale valore di mercato. Nonostante rappresenti uno dei costi indiretti maggiori, le società molte delle volte scelgono consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore rispetto al loro presumibile prezzo di mercato per tre diversi motivi: incentivare gli investitori ad aderire all’offerta, per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico oppure per l’esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all’operazione<sup>18</sup>. Molte volte invece è interesse delle banche underwriter sottostimare i titoli della società emittente ad un valore inferiore rispetto al loro reale valore di mercato. Infatti, come detto nel paragrafo (1.3), le banche underwriter, una volta sottoscritti i titoli di una nuova emissione, devono sopportare l’intero rischio di mancato collocamento di quest’ultimi, quindi tanto minore è il valore attribuito ai titoli sottoscritti tanto minore sarà l’eventuale perdita sostenuta dalla banca per il mancato collocamento degli stessi.

---

<sup>18</sup> Borsa Italiana, underpricing, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

## **Conclusioni.**

All'interno del presente capitolo è stata trattata in dettaglio quella che è la metodologia di quotazione tradizionale ovvero l'IPO. In particolare, all'interno del primo paragrafo sono stati fatti dei brevi accenni a quella che è la nascita della quotazione in borsa sin dall'antichità per arrivare infine ai tempi moderni. Successivamente, si è passati all'interno del secondo e terzo paragrafo a descrivere in maniera via via più analitica quella che è realmente un IPO, descrivendo così le varie tipologie della stessa ed i suoi meccanismi di funzionamento. Il tutto, inoltre, andando ad esplicitare quello che è il ruolo assunto dalla banca *underwriter* o dalle banche *underwriters* all'interno della stessa metodologia. Successivamente, si è passati nel quarto paragrafo ad analizzare quelli che sono i benefici che una società tipicamente riscontra affidandosi a detta metodologia durante una quotazione in borsa. Infine, all'interno del 5 paragrafo è stata fatta un'analisi dei costi dell'IPO, terminando il capitolo con un sesto paragrafo atto ad esplicitare quello che è il fenomeno dell'*underpricing* all'interno di tale metodologia. Si può quindi concludere come, alla fine del capitolo, sia chiaro che l'IPO rivesta ormai da tempo il ruolo di principale metodologia di quotazione, ciò in particolare grazie alla sua universalità ed alla sua sicurezza. Il ruolo della banca *underwriter* funge infatti da cuscinetto per tutte le società che si vogliano quotare, rendendo la quotazione un processo più semplice, assistito e sicuro. Tuttavia, permangono ancora oggi forti problemi derivanti dalle possibilità di moral hazard e dal fenomeno dell'*underpricing*. Inoltre, gli elevati costi derivanti dalle commissioni e da tutti i costi indiretti rendono tale metodologia esosa e non conveniente per tutte le tipologie societarie. Risulta quindi chiaro come, nonostante i tanti benefici, questa metodologia sia ancora ben lontana dalla perfezione e possa, con l'evolversi della disciplina e la riduzione dei costi transattivi, continuare a migliorarsi diventando ancora più conveniente.

# Capitolo 2: Il direct listing

## Introduzione

Il capitolo secondo si propone di offrire una panoramica riguardo il metodo di quotazione aziendale del *Direct listing* un modo unico e innovativo, sviluppatosi solo da pochi anni, per accedere ai mercati pubblici con costi ridotti e più velocemente rispetto la normale IPO. Il tutto verrà trattato con particolare riferimento alla regolamentazione riguardante tale metodologia valutativa ed a quelli che sono i pro e i contro che essa offre. Il capitolo inizia con un'introduzione alla metodologia, con lo scopo di delineare quelle che sono le caratteristiche strutturali di tali metodologie e di introdurre le prime differenze che si possono riscontrare con una IPO. Il secondo paragrafo prosegue poi con un *focus* sulle due diverse metodologie di *Direct listing*: la prima, senza raccoglimento di nuovo capitale e la seconda più recente comprendente quest'ultima opzione, verrà poi concluso il capitolo con un'analitica descrizione dei procedimenti dietro tali metodologie e della più recente regolamentazione SEC a riguardo. Il capitolo si conclude infine con una descrizione dei vantaggi e degli svantaggi associati a tale tipologia di quotazione, andando quindi ad analizzare ciò che può spingere un'impresa ad adottare il *Direct listing* e soprattutto a delineare il profilo dell'impresa che può trarre vantaggio da tale metodologia.

## 2.1 Introduzione al direct listing

Nonostante le tradizionali IPO effettuate con l'ausilio di banche cosiddette "*underwriters*" continuano attualmente ad essere la forma più comune di quotazione in borsa, la necessità da parte delle aziende private che vogliano diventare pubbliche di risparmiare sui costi della quotazione, sul tempo della stessa e che soprattutto vogliano evitare un possibile *underpricing* delle loro azioni dovuto ad un prezzo iniziale troppo basso fissato dalle banche, ha reso necessario una diversa tipologia di quotazione in borsa. Tale diversa tipologia non è nient'altro che il processo di quotazione tramite "*direct listing*". Tale processo, può essere definito come un metodo attraverso il quale le aziende private possono divenire pubbliche, il tutto vendendo le proprie azioni sui mercati finanziari senza passare per un IPO<sup>19</sup>. Detto processo presenta numerose differenze rispetto alla tradizionale IPO<sup>20</sup>:

- Assenza di una o più Banche *Underwriter*

---

<sup>19</sup> Jeffrey M. Green: What are direct listings? <https://www.thebalance.com/direct-listings-5116194>

<sup>20</sup> Cfr. Ivi

- Vendita di azioni già possedute e non di nuova emissione (a tal proposito è opportuno specificare che nonostante il Direct Listing sia nato con tale meccanismo, è ad oggi possibile tramite le nuove regolamentazioni SEC andare ad effettuare anche aumenti di capitale emettendo nuove azioni)
- Assenza del periodo di “*lock-up*”<sup>21</sup>
- Assenza di un “*roadshow*” chiuso il quale viene rimpiazzato da un evento online aperto a tutti gli investitori
- Prezzo delle azioni non più predeterminato dal broker bensì fissato tramite l’incrocio fra domanda ed offerta del mercato
- Assenza di criteri preferenziali per la vendita delle azioni, tutti gli investitori possono acquistare le azioni sui mercati

In particolare, vale la pena menzionare a riguardo dell’ultimo punto, che generalmente nelle classiche IPO sono preferiti investitori istituzionali e grossi acquirenti identificati dalle banche d’investimento. Tutto ciò fa sì che spesso gli investitori retail non abbiano accesso alle azioni durante il giorno dell’emissione<sup>22</sup>. Queste differenze, presentano numerosi benefici associati a tale metodologia di quotazione. Detti benefici saranno analizzati analiticamente insieme ai rischi all’interno del paragrafo 2.3 della trattazione. È in ogni caso possibile anticipare che tali benefici si sostanziano prevalentemente in vantaggi di costo diretti ed indiretti per la società<sup>23</sup>. Le motivazioni che possono spingere un’azienda a preferire il *direct listing* sono varie. Generalmente le società che optano per tale metodologia non posseggono o non vogliono spendere denaro per le commissioni, non vogliono diluire l’azionariato emettendo nuove azioni o vogliono evitare clausole immesse da parte delle banche per permettere la quotazione<sup>24</sup>. È in ogni caso doveroso precisare che, nonostante tale metodologia come sopraccitato elimina la presenza della banca *underwriter*, essa è sempre effettuata con l’ausilio di un consulente finanziario. Il ruolo delle banche d’investimento è quindi sì ridotto ma comunque presente all’interno del processo stesso. Esse, infatti, affiancheranno comunque la società nella quotazione con un ruolo tuttavia marginale rispetto a quello tradizionalmente ricoperto. Negli ultimi anni, numerose società operanti nei più svariati settori come *crypto*, *tech*, musicale ed altri stanno optando per questa metodologia. Fra esse la più recente è sicuramente *Coinbase*, piattaforma che permette lo scambio di valute digitali. Tuttavia, il caso più eclatante e significativo è quello della società Svedese Spotify, operante nel settore della musica digitale quotata al NYSE il 3 Aprile 2018 con una quotazione caratterizzata da una fortissima volatilità, elemento tipico in questo genere di quotazioni il quale verrà approfondito

---

<sup>21</sup> Per periodo di lock-up ci si riferisce ad un periodo non sempre presente nelle tradizionali IPO all’interno del quale non è possibile per gli azionisti vendere nel mercato pubblico le proprie azioni.

<sup>22</sup> Jeffrey M. Green: What are direct listings? <https://www.thebalance.com/direct-listings-5116194>

<sup>23</sup> Corporate finance institute: What is a direct listing?  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/direct-listing/>

<sup>24</sup> Shobith Seth IPO vs. Direct Listing: What's the Difference? <https://www.investopedia.com/investing/difference-between-ipo-and-direct-listing/>

successivamente. Si può infine affermare che, le società optanti per tale tipologia di quotazione presentano generalmente un profilo ben delineato caratterizzato dai seguenti elementi<sup>25</sup>:

- Sono aziende che si interfacciano direttamente ai clienti e che presentano una forte *brand identity*
- Presentano *Business models* facili da capire
- Non hanno un'eccessiva necessità di nuovo capitale
- Presentano una forte reputazione sul mercato e sono già ben conosciute dal pubblico

Tale profilo permette di intuire facilmente perché queste società scelgono questa metodologia: Essendo già conosciute dal pubblico ed avendo modelli di business semplici ed efficaci, possono permettersi il rischio di quotarsi autonomamente senza necessitare delle garanzie di acquisto che tipicamente presentano le normali IPO effettuate con l'ausilio di banche di investimento con funzione di *underwriters* delle azioni. Il loro nome e la loro presenza sul mercato sono infatti spesso già delle garanzie sufficienti per poter garantire il collocamento in toto delle azioni, eludendo così ulteriori inutili costi.

## 2.2 Funzionamento della quotazione tramite Direct listing

Dopo aver introdotto ed esplicitato quello che è il *direct listing* si può ora passare alla definizione del processo dietro alla quotazione ed alla regolamentazione SEC vigente in materia. All'interno di questo paragrafo, sarà in dettaglio trattata sia la regolamentazione riferita al processo cosiddetto "classico", riguardante la quotazione con vendita di azioni già detenute che la più recente riguardante la pratica del direct listing con aumento di capitale. Il 22/12/2020 è stata infatti approvata da parte della SEC tramite il file 2019-67 una proposta del *New York Stock Exchange* la quale, amplia le possibilità date dalla quotazione tramite questa metodologia, permettendo anche il raccoglimento di capitale tramite emissione di nuove azioni<sup>26</sup>. Tale decisione ha spinto inoltre anche il *NASDAQ* ad agire verso questa direzione, fino ad arrivare alla decisione della stessa SEC, tramite il file 2020-057 di permettere tale tipologia di quotazione diretta anche sul suddetto mercato<sup>27</sup>. Si può quindi affermare che nel momento in cui si parla di *Direct listing*, ci si riferisce a due diverse tipologie di processi di quotazione, il primo cosiddetto classico riguardante unicamente la vendita di azioni già detenute

---

<sup>25</sup> Corporate finance institute: What is a direct listing?

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/direct-listing/>

<sup>26</sup> National Law Review, Volume XI, Number 8: SEC Again Approves NYSE's Direct Listing Rules

<https://www.natlawreview.com/article/sec-again-approves-nyse-s-direct-listing-rules>

<sup>27</sup> Ran Ben-Tzur, Jennifer J. Hitchcock: SEC Approves Nasdaq Rule Change Allowing Direct Listings with a Capital Raise

<https://www.fenwick.com/insights/publications/sec-approves-nasdaq-rule-change-allowing-direct-listings-with-a-capital-raise>

in portafoglio dagli azionisti. Ed un secondo, il quale comprende anche l'emissione di nuove azioni non detenute in portafoglio, con la finalità quindi di un incremento di capitale.

### 2.2.1 Direct listing senza aumento di capitale

Il processo di *direct listing* si articola sostanzialmente in tre distinte fasi, in modo molto simile anche se più semplificato rispetto a quello dell'IPO tradizionale. L'intera operazione che porta poi alla effettiva quotazione ha una durata variabile, essa in teoria può andare da pochi giorni sino ad alcuni mesi, risultando tuttavia di più breve durata rispetto ad una normale IPO, è inoltre possibile affermare che gran parte del tempo è dedicato alla fase di preparazione della documentazione, la quale sovente richiede almeno due mesi prima di essere approvata dalla SEC<sup>28</sup>. Tali tre fasi consistono in:

- Una prima fase di preparazione della documentazione
- Una seconda fase che anticipa gli scambi e che precede lo scambio
- Il trading sui mercati

All'interno della prima fase, l'azienda che voglia quotarsi deve presentare un'apposita documentazione alla SEC, tale documentazione consiste innanzitutto nella presentazione alla commissione del Modulo S-1 in caso di azienda quotata negli Stati Uniti o del modulo F-1 in caso di azienda con sede legale estera<sup>29</sup>. Tali moduli sono sostanzialmente uguali nella struttura, essi differiscono unicamente per alcune aggiunte previste all'interno del modulo per le aziende estere, richieste per evitare frodi. Nello specifico, il Modulo S-1 richiede alle società di fornire informazioni riguardanti l'uso che verrà fatto del capitale, il business model, i prospetti sull'impresa e su eventuali diluizioni future dei titoli quotati<sup>30</sup>. Il modulo per società estere richiede inoltre informazioni sul paese di origine, sulla legislazione in tema di tassazione estera di tale paese ed informazioni aggiuntive riguardo i manager dell'azienda ed i loro ricavi<sup>31</sup>. Oltre che alle formalità imposte dalla SEC, l'azienda che voglia quotarsi dovrà inoltre soddisfare i requisiti in ambito di governo societario, prezzi minimi ed in generale tutti i criteri richiesti per la quotazione all'interno del mercato di riferimento dove intende quotarsi. Questa fase di preparazione si configura quindi come estremamente simile a quella di una tradizionale IPO. La differenza fondamentale risiede nel fatto che in questo caso non vi sarà una banca *underwriter* a dettare i termini dell'offerta, sarà la società emittente a determinare in concomitanza con la seconda fase ed autonomamente l'investimento minimo richiesto, il limite al numero di titoli che un investitore potrà acquistare, ed il periodo di offerta entro il quale gli investitori possono acquistare i titoli e dopo il quale l'offerta

---

<sup>28</sup> WILL KENTON, DIRECT PUBLIC OFFERING (DPO) [HTTPS://WWW.INVESTOPEDIA.COM/TERMS/D/DIRECTPUBLICOFFERING.ASP](https://www.investopedia.com/terms/d/directpublicoffering.asp)

<sup>29</sup> Zachary V. Skaff, University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

<sup>30</sup> Will Kenton, SEC Form S-1 Definition <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-1.asp>

<sup>31</sup> Adam Hayes, SEC Form F-1 <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-f-1.asp>

sarà chiusa<sup>32</sup>. Una volta terminata la prima fase, si apre la seconda fase della quotazione. All'interno di questa fase, la società che voglia quotarsi, a differenza del tradizionale "roadshow" effettuato nelle IPO, crea un evento, generalmente online, dove tutti i potenziali investitori sono invitati e dove la stessa azienda fornisce materiale riguardante la situazione finanziaria della stessa ed il business model, tale evento è generalmente fissato entro 5 settimane dalla data scelta per le negoziazioni e viene effettuato per generare domanda da parte degli investitori<sup>33</sup>. Una volta che la documentazione viene approvata dalla SEC, la società rilascia le sue previsioni future dando così modo ai potenziali investitori di valutare adeguatamente l'impresa e permettendo così di fissare un primo range di prezzo<sup>34</sup>. Infine, si apre la terza fase, ovvero quella del trading sui mercati, all'interno della stessa, la quale precede l'inizio delle negoziazioni, gli attuali azionisti della società forniscono il loro prezzo. Ciò è dovuto al fatto che non è la società ad effettuare l'emissione, bensì sono gli azionisti che stanno vendendo le proprie azioni. Di conseguenza, non viene condotta alcuna offerta primaria e piuttosto la quotazione diretta comporta la registrazione di un'offerta completamente secondaria di azioni della società<sup>35</sup>. A differenza di una IPO, in questa fase, viene data agli azionisti la possibilità di vendere le proprie azioni sul mercato secondario, conferendo così ad essi una certa flessibilità e rendendo le azioni più liquide<sup>36</sup>. Infine, il giorno precedente all'apertura delle negoziazioni, viene fissato un prezzo di riferimento, il quale, fungerà unicamente come guida indicante a quanto tali azioni sono state scambiate all'interno dei mercati privati, esso quindi non è un prezzo fisso ma unicamente un punto di partenza per dare un'idea agli investitori<sup>37</sup>. In ultimo, vengono aperte ufficialmente le contrattazioni, le quali, saranno gestite da un *Designed Market Maker*, il quale avrà la funzione di gestire ed ordinare le contrattazioni. Durante il primo giorno, l'offerta e la domanda vengono create attraverso un meccanismo ad asta, ciò fino a che il *Market Maker* non riterrà le condizioni appropriate per iniziare le contrattazioni ad un prezzo adeguato e permetterà lo scambio, assicurandosi il continuo dello scambio ad un prezzo adeguato<sup>38</sup>. Una volta fatto ciò le contrattazioni proseguiranno poi nei giorni seguenti seguendo il normale andamento di mercato.

### 2.2.2 Direct listing con aumento di capitale

Essendo il *Direct listing* una modalità di quotazione molto recente, essa è in continua evoluzione. Nonostante inizialmente essa fosse prevista unicamente con la possibilità per gli azionisti di vendere le proprie azioni,

---

<sup>32</sup> Will Kenton, Direct Public Offering (DPO) <https://www.investopedia.com/terms/d/directpublicoffering.asp>

<sup>33</sup> Zachary V. Skaff University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

<sup>34</sup> Cfr. Ivi

<sup>35</sup> Ivi

<sup>36</sup> Ivi.

<sup>37</sup> Ivi

<sup>38</sup> Ivi

attualmente, tramite un'evoluzione della disciplina in materia, è attualmente prevista la possibilità di effettuare operazioni di *Direct listing* finalizzate all'aumento di capitale. Tale possibilità, come già sopraccitato, è nata tramite due proposte distinte presentate alla SEC da parte del *NYSE* prima e del *NASDAQ* dopo. Se il processo per la quotazione rimane sostanzialmente invariato, ciò che cambia è la regolamentazione a riguardo, la quale, risulta essere ben più stringente e restrittiva per questa seconda tipologia di *Direct listing*. Entrando nello specifico, nel caso di una quotazione sul *NYSE* la società che voglia quotarsi è soggetta a soddisfare almeno uno dei seguenti requisiti<sup>39</sup>:

- Vendere almeno 100 Milioni di dollari in valore delle azioni nell'asta di apertura il primo giorno di negoziazioni
- Possedere un valore di mercato delle azioni detenute in borsa immediatamente prima della quotazione di almeno 250 Milioni di dollari, tale prezzo deve inoltre essere calcolato utilizzando il prezzo più basso per singola azione dal range di prezzo comunicato dalla società nella sua dichiarazione alla SEC per la registrazione

Oltre che a ciò, la società dovrà rispettare i requisiti posti dal *NYSE* per essere ammessi alla quotazione, ovvero<sup>40</sup>:

- Presenza di almeno 400 titolari di azioni
- Almeno 1,1 Milioni di azioni pubbliche in circolazione
- Prezzo per singola azione di almeno 4\$

È inoltre richiesto di indicare all'interno della registrazione un range di prezzo ed un numero di azioni da vendere. Il prezzo all'interno dell'asta di apertura dovrà quindi rientrare all'interno del range divulgato senza poter vendere ad un prezzo più basso, ciò a meno di presentare apposita richiesta. Inoltre, è richiesto di fissare un quantitativo massimo per ordine, senza alcuna possibilità di modifica<sup>41</sup>. Per quanto concerne invece il *NASDAQ* è richiesto per poter effettuare tale tipologia di quotazione è richiesta un'emissione di almeno 110 Milioni di dollari di azioni oppure 100 Milioni in caso l'*equity* aziendale sia almeno pari a 100 Milioni<sup>42</sup>. Oltre a ciò, sarà necessario soddisfare i requisiti per la quotazione fissati dal *NASDAQ* e consistenti in:

- Almeno 450 azionisti detenenti più di 100 azioni ciascuno
- 1,25 milioni di azioni pubbliche in circolazione

---

<sup>39</sup> Mike Bienenfeld, Jeffrey Cohen, Jason Manketo, Matthew Poulter, Luis Roth, Pam Shores, Scott Sonnenblick: SEC approves NYSE proposal allowing companies to raise capital in a direct listing  
<https://www.linklaters.com/it-it/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2020/december/29/sec-approves-nyse-proposal-allowing-companies-to-raise-capital-in-a-direct-listing>

<sup>40</sup> |vi

<sup>41</sup> |vi

<sup>42</sup> Ran Ben-Tzur, Jennifer J. Hitchcock: SEC Approves Nasdaq Rule Change Allowing Direct Listings with a Capital Raise  
<https://www.fenwick.com/insights/publications/sec-approves-nasdaq-rule-change-allowing-direct-listings-with-a-capital-raise>



- Ameno il 50% degli azionisti sopracitati possedenti azioni senza limitazioni e dal valore di mercato di almeno 2500\$

Per permettere le contrattazioni, il *NASDAQ* ha inoltre costituito una nuova tipologia di ordine: il *Company Direct Listing order*, il quale contiene al suo interno tutte le specifiche richieste per questa tipologia di quotazione. Oltre a tutto ciò resta ferma la necessità come in qualunque tipologia di DL per la società che voglia quotarsi, di essere affiancati da una banca con il ruolo di consulente finanziario durante la quotazione. Si può infine quindi osservare come il processo di un *Direct Listing* con aumento di capitale sia reso più complesso rispetto a quello tradizionale a causa della stringente regolamentazione. Tutto ciò rende questa pratica meno accessibile alle varie società che vogliono quotarsi pubblicamente, tuttavia, per le società in possesso di tali requisiti, il risparmio è molto grande e tale da rendere spesso conveniente tale pratica.

## 2.3 Vantaggi e svantaggi di una quotazione tramite Direct Listing

Come già ampiamente descritto all'interno dei paragrafi precedenti, il Direct listing si qualifica sicuramente come un'ottima alternativa alla tradizionale IPO. Essa presenta infatti numerosi vantaggi, i quali, la rendono un meccanismo di quotazione molto appetibile per tutte quelle aziende le quali possiedono le caratteristiche di cui al paragrafo 2.1. Nonostante ciò, tale metodologia non è esente da alcuni svantaggi che ne minano le fondamenta e che non la rendono appunto adatta a qualsivoglia tipologia di azienda. Risulta allora necessario, al fine di dare un punto di vista chiaro e completo su tale metodologia, analizzare nel dettaglio entrambi gli aspetti, positivi e negativi.

### 2.3.1 Vantaggi del Direct Listing

Come accennato in precedenza, il *Direct listing* prevede numerosi vantaggi rispetto ad una tradizionale IPO, tali vantaggi si caratterizzano fondamentalmente in vantaggi diretti ed indiretti per quanto riguarda i costi e le commissioni dovute, i minori rischi associati al mercato e la maggiore flessibilità che tale metodologia offre. Nel dettaglio essi sono:

- Minori costi associati alla quotazione: le aziende che vogliono quotarsi tramite *Direct listing*, non affidandosi ad una banca d'investimento con la funzione di *underwriter*, non sono tenuti a pagare le commissioni che queste richiedono sulla quotazione e che sovente risultano molto alte riducendo così la somma ottenuta<sup>43</sup>. In particolare, questo risulta essere un enorme vantaggio nel *Direct listing* senza

<sup>43</sup> ICR: Direct Listing vs. IPO: 8 Things to Know <https://icrinc.com/insights/direct-listing-vs-ipo-8-things-to-know/>

accumulo di nuovo capitale. Infatti, ciò permette agli azionisti che vogliano vendere le proprie azioni di aumentare il proprio guadagno personale, incentivando così alla vendita ed alla liquidità delle stesse azioni.

- Maggiore liquidità delle azioni: Tale vantaggio è anche in questo caso presente in maggior misura nelle pratiche di *Direct listing* senza aumento di capitale. Ogni singolo azionista della società ha la facoltà di vendere in qualunque momento e senza limitazioni le azioni della società. In tal modo gli scambi aumentano e con essi anche la liquidità associata alle azioni della società stessa<sup>44</sup>.
- Prezzo formato dall'incontro fra domanda ed offerta: Tramite il *Direct listing* il prezzo non è più predeterminato, bensì viene formato come già sopracitato tramite un meccanismo di asta che fa incrociare domanda ed offerta. Tale metodologia di formazione del prezzo va a ridurre considerevolmente il rischio di un *underpricing* il giorno delle quotazioni. In una tradizionale IPO, infatti, non è raro che le banche *underwriters*, per tutelarsi dal rischio di non vendere tutte le azioni emesse, vadano ad inserirle ad un prezzo più basso rispetto al loro valore reale, creando così danno all'impresa che si sta quotando<sup>45</sup>. Eliminando l'intermediario, viene eliminato di conseguenza anche questo rischio.
- Nessun periodo di *lock-up*: In una tradizionale IPO, gli azionisti non sono abilitati a vendere, coprire o distribuire le proprie azioni per un periodo di 180 giorni. Tale limitazione, viene posta al fine di evitare un eccesso di offerta sul mercato che possa portare ad una drastica riduzione dei prezzi, inoltre dà ai nuovi investitori una consapevolezza sul fatto che i precedenti azionisti non vogliono unicamente incassare ed andare via<sup>46</sup>. Nel *Direct listing* tale periodo è assente, andando anche qui ad incrementare quella che è la liquidità delle stesse azioni ed aumentando la flessibilità per i singoli azionisti.
- Maggiore flessibilità: A differenza di una tradizionale IPO, dove i processi sono simil-standardizzati, all'interno di un *Direct listing* non vi è un vero e proprio scadenziario, rendendo così più flessibile per l'azienda la quotazione.

È quindi chiaro come i vantaggi derivanti da questa metodologia siano molti e non di poco conto. Proprio questi vantaggi stanno spingendo sempre più realtà, tra le quali la stessa piattaforma crypto *Coinbase* ad optare per questa tipologia di quotazione. Oltretutto, è possibile affermare allo stato attuale delle cose, in cui questa tipologia di quotazione risulta ancora nuova al pubblico, che essa porti una certa visibilità al marchio, la quale può essere correlata ad aumenti del valore delle azioni almeno nel breve termine.

---

<sup>44</sup> 15 Zachary V. Skaff University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

<sup>45</sup> Cfr. Ivi

<sup>46</sup> ICR: Direct Listing vs. IPO: 8 Things to Know <https://icrinc.com/insights/direct-listing-vs-ipo-8-things-to-know/>

### 2.3.2 Svantaggi di una quotazione tramite Direct listing

Nonostante la presenza di numerosi vantaggi, legati soprattutto alla presenza di costi transattivi minori, il *Direct listing* non è comunque esente da rischi e svantaggi. Tali svantaggi sono riferiti non soltanto al prezzo di mercato delle azioni, ma anche alla possibilità di poter realmente effettuare questa quotazione ed all'assenza di un *underwriter*, assenza che va notevolmente ad impattare su quello che è il rischio complessivo dell'intera operazione. Più nel dettaglio, è possibile osservare come questi rischi possano essere classificati:

- Maggiore volatilità del prezzo di mercato: La volatilità, intesa come “la deviazione standard del tasso di rendimento (o delle variazioni di prezzo) del bene o dell'attività finanziaria”<sup>47</sup>, risulta maggiore all'interno di una quotazione tramite *Direct listing* rispetto ad una tradizionale IPO. Ciò è dovuto al fatto che, mentre in una IPO il prezzo è predeterminato, all'interno di una quotazione *Direct listing* il prezzo è fatto dal mercato con tanto di prezzo di riferimento deciso dal *market maker*, di conseguenza il prezzo è destinato ad oscillare fortemente in base alla domanda del mercato portando così a maggiore volatilità<sup>48</sup>.
- Il *Direct listing* non è un'opzione valida per tutte le imprese: Mentre in una tradizionale IPO la banca *underwriter* assolve al compito di “pubblicizzare” l'impresa e trova essa stessa gli investitori, ciò non accade all'interno del *Direct listing*. In questo tipo di quotazione, come già sopraccitato, è necessario al fine del successo dell'operazione stessa che l'impresa possieda determinati requisiti, ovvero un facile *business-model*, si riferiscano direttamente al consumatore e soprattutto che abbiano una forte identità di brand<sup>49</sup>. Risulta allora facile comprendere come, non essendo queste caratteristiche possedute da tutte le imprese, il *Direct listing* non può ancora considerarsi una pratica universalmente valida come una tradizionale IPO.
- Nessuna garanzia di sottoscrizione delle azioni: Questo punto è probabilmente il maggior fattore di rischio per un'azienda che voglia quotarsi. Se in una IPO la banca *underwriter* garantisce la sottoscrizione delle azioni, la sua assenza in questo caso va a far mancare una garanzia estremamente importante che rischia di minare non soltanto l'operazione, ma anche e soprattutto la visibilità e la credibilità dell'azienda stessa<sup>50</sup>.

---

<sup>47</sup> Borsa Italiana: GLOSSARIO FINANZIARIO - VOLATILITÀ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html>

<sup>48</sup> 15 Zachary V. Skaff University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

<sup>49</sup> ICR: Direct Listing vs. IPO: 8 Things to Know <https://icrinc.com/insights/direct-listing-vs-ipo-8-things-to-know/>

<sup>50</sup> Zachary V. Skaff University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

- Scarso supporto all'operazione: Non disponendo di una banca di investimento con funzione di *underwriter*, l'azienda che voglia quotarsi riceve poco o non riceve affatto supporto durante la fase di quotazione, ciò comporta un enorme lavoro da parte dell'impresa durante tutta la fase<sup>51</sup>.

Risulta chiaro in conclusione come i maggiori svantaggi del *Direct listing* derivino proprio da quello che è il suo maggiore punto di forza: l'assenza di una banca *underwriter*. Si può allora dedurre come, nonostante questa metodologia presenti tutte le dovute premesse affinché possa ritagliarsi un grosso spazio nel settore del *Merger&Acquisitions*, attualmente la classica IPO risulta più accessibile per le imprese, presentando garanzie e caratteristiche di universalità che, allo stato attuale delle cose, il *Direct listing* non è in grado di offrire<sup>52</sup>.

## Conclusioni

All'interno del presente capitolo è stato analiticamente ed approfonditamente trattato il tema della quotazione tramite *Direct listing*. In particolare, all'interno della prima parte del capitolo è stata introdotta e descritta tale metodologia, con un focus sulle sue principali caratteristiche, sul profilo tipico di azienda quotata con detta metodologia e sulle sue differenze rispetto a quanto previsto all'interno di una IPO. Il capitolo è poi proseguito con un secondo paragrafo riguardante il funzionamento specifico del *Direct listing* in entrambe le sue forme, ovvero quella della quotazione senza aumento di capitale e con aumento di capitale, all'interno dello stesso paragrafo è stata inoltre descritta la regolamentazione SEC a riguardo, con un focus sulle formalità richieste alla quotazione e sulle normative vigenti nei vari mercati riguardanti le caratteristiche necessarie alla quotazione. Infine, nella terza ed ultima parte del capitolo, si è passati ad un'analisi dei pro e dei contro presentati da questa metodologia valutativa. Tale ultima parte presentava lo scopo di dare una visione più critica e non meramente compilativa a riguardo della metodologia stessa, in modo tale da poter analizzare la convenienza o meno della stessa rispetto ad una tradizionale IPO. Si è quindi in ultimo potuto giungere alla conclusione che sicuramente il *Direct listing* presenta numerosi vantaggi, i quali, se opportunamente sfruttati, permettono di evitare molti dei tipici problemi di costi diretti ed indiretti derivanti da una quotazione tramite IPO. Tuttavia, non è possibile non chiarire come, il principale punto debole presentato da questa metodologia risiede anche nella causa del suo maggiore punto di forza, ovvero l'assenza di una banca *underwriter*. Analizzando ciò risulta chiaro come sicuramente questa metodologia risulta innovativa ed acquisirà spazio nel futuro, tuttavia, allo stato attuale delle cose non può indubbiamente essere proposta come una vera e propria alternativa valida ad un IPO. I limiti strutturali da essa presentati, insieme ai rischi ad essa associati per tutte quelle aziende che non entrino nel profilo tipico di un'impresa che si quota con questa metodologia, la rendono

<sup>51</sup> Cfr. ICR: Direct Listing vs. IPO: 8 Things to Know <https://icrinc.com/insights/direct-listing-vs-ipo-8-things-to-know/>

<sup>52</sup> Cfr. Zachary V. Skaff University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study [https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

una pratica ancora rischiosa e mancante di quei fattori di universalità e sicurezza tipici invece della tradizionale metodologia di quotazione. Si può quindi concludere come, per tutte quelle aziende dotate di una forte brand identity essa può risultare un'alternativa realmente valida ad un IPO. Tuttavia, per tutte le aziende più "classiche" e con meno appeal, tale metodologia risulta essere più rischiosa che vantaggiosa in un'ottica costo-beneficio, non risultando quindi utilizzabile e rendendo le classiche IPO le forme di quotazione più valide.

# Capitolo 3: Quotazione Coinbase Global Inc.

## Introduzione

Il capitolo terzo si propone di offrire una panoramica riguardo la prima quotazione della società *Coinbase Global Inc* tramite *Direct Listing* sul *Nasdaq Market Exchange*. Il tutto con particolare riferimento alle motivazioni che hanno spinto la società ad utilizzare tale metodologia innovativa e non il classico metodo di quotazione tramite IPO, ed ai vantaggi e svantaggi che tale scelta ha comportato alla società ed ai suoi investitori. Il capitolo inizia con una breve introduzione sulla società exchange di cripto valute, leader mondiale nel settore, con lo scopo di metterne in risalto le caratteristiche strutturali, il funzionamento esterno e il *business model* utilizzato, basato sulle semplici commissioni di acquisto e vendita. Il secondo paragrafo prosegue poi con un'analisi approfondita di quelle che sono state le motivazioni principali per la società ad optare al metodo della quotazione diretta, il tutto con particolare riferimento ai caratteri esaminati nel capitolo precedente, ovvero *brand identity*, *capitale sociale*, *fama aziendale* e *business model*. Il capitolo infine si conclude con una descrizione ed analisi dei benefici e rischi sostenuti da Coinbase per la scelta di tale metodologia andando quindi ad analizzare i due fattori ritenuti di principale interesse : la volatilità dei prezzi dei titoli e dei cripto asset scambiati sulla piattaforma con particolare attenzione alla correlazione di quest'ultimi con i titoli societari; l'underpricing svantaggio nelle classiche IPO, ma vero e proprio beneficio per la quotazione di Coinbase tramite Direct listing.

## 3.1 Introduzione Coinbase Global Inc

La valuta digitale, un tempo derisa come strumento per criminali e speculatori spericolati, sta scivolando nel mainstream. Le banche tradizionali stanno aiutando gli investitori a investire i loro risparmi in fondi di criptovaluta. Aziende come Tesla e Square stanno accumulando Bitcoin. E le celebrità stanno aprendo la strada a una spesa folia nell'arte digitale utilizzando una tecnologia chiamata NFT. Il 14 Aprile 2021 il digitale o le criptovalute hanno compiuto il loro passo più grande verso una più ampia accettazione quando Coinbase Global Inc, una start-up che consente alle persone di acquistare e vendere criptovalute, è diventata pubblica<sup>53</sup>. La società è una piattaforma exchange di criptovalute: ovvero una piattaforma ove è data la possibilità di acquistare e vendere circa 50 valute digitali, come ad esempio *Bitcoin*, *Ethereum*, *Ripple* ed altre criptovalute minori<sup>54</sup>. Nata nel 2012 a San Francisco ha avuto subito un rapido sviluppo e apprezzamento da parte dei consumatori interessati nello scambio di valute digitali, in questi 10 anni di attività è diventata leader globale

---

<sup>53</sup> By Erin Griffith, New York Times, Coinbase's Public Listing Is a Cryptocurrency Coming-Out Party <https://www.nytimes.com/2021/04/14/business/coinbase-ipo-stock.html>

<sup>54</sup> COINBASE <https://www.coinbase.com/it/>

nelle transazioni di criptovalute, si pensi che in soli due anni dalla sua nascita la piattaforma ha raggiunto quota un milione di iscritti e ora, a soli dieci anni dalla sua nascita, dichiara di aver 56 milioni di utenti iscritti in tutto il mondo<sup>55</sup>. A fondare la società sono stati Brian Armstrong, attuale CEO che detiene il 21,7% delle partecipazioni totali della società<sup>56</sup> e Fred Ehrsam, nel 12 giugno 2012. La *mission* caratterizzante Coinbase risultava essere assai futuristica ed innovativa per gli anni in cui è stata fondata, si proponeva di creare un nuovo ramo dell'economia incentrato sulle valute digitali denominato *cripto economia*, ovvero: un sistema finanziario più equo, accessibile, efficiente e trasparente abilitato allo scambio delle criptovalute, con l'idea radicale che un giorno, chiunque, ovunque, dovrà essere in grado autonomamente di inviare e ricevere Bitcoin in modo semplice e sicuro tramite l'utilizzo della piattaforma. Nello stesso anno della fondazione i due fondatori lanciarono all'interno della piattaforma servizi per acquistare e vendere bitcoin tramite bonifici bancari. Nel giro di pochi anni, quelli subito dopo la sua nascita, Coinbase ampliò notevolmente i propri orizzonti acquistando il blockchain explorer Blockr e l'azienda di web bookmarking Kippt, oltre ad aver lanciato il sistema di cassaforte per l'archiviazione sicura del bitcoin. La società, inoltre, è riuscita a perfezionare molte partnership per accettare pagamenti in bitcoin con diversi soggetti rinomati in tutto il mondo tra cui Dell, Expedia, Dish Network, Time Inc<sup>57</sup>. Anche negli anni successivi l'ascesa e lo sviluppo della società non si sono mai fermati, sia nel numero di utenti iscritti sia nella quantità di investimenti. Il tutto è culminato il 14 Aprile 2021 giorno della quotazione della società tramite Direct Listing nella borsa americana *NASDAQ Global Market*<sup>58</sup>. Il mercato ha attribuito alla società un prezzo di riferimento di 250 dollari ad azione, per un valore di mercato complessivo di circa 58 miliardi di dollari, al debutto a Wall Street il prezzo di una singola azione ha raggiunto quota 381 dollari, un aumento del 52,4% rispetto al prezzo di riferimento, portando la capitalizzazione di mercato ad un valore di circa 100 miliardi di dollari<sup>59</sup> per poi assestarsi ad un valore di circa 86 miliardi di dollari, tale cifra ha portato la capitalizzazione di mercato di Coinbase al di sopra di quella del Nasdaq e dell'InterContinental Exchange messi insieme.

### 3.1.2 Come funziona la piattaforma Coinbase

La funzione principale di Coinbase è quella di “Borsa”: nella piattaforma infatti è possibile acquistare, vendere e utilizzare circa 50 tipi di diversi di criptovalute<sup>60</sup>. Per effettuare le dette operazioni è necessario iscriversi: la

---

<sup>55</sup> |vi

<sup>56</sup> S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a\\_40](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a_40)

<sup>57</sup> Punto informatico, <https://www.punto-informatico.it/coinbase-come-funziona/>

<sup>58</sup> Ary Levi, Coinbase closes at \$328.28 per share in Nasdaq debut, valuing crypto exchange at \$85.8 billion <https://www.cnn.com/2021/04/14/coinbase-to-debut-on-nasdaq-in-direct-listing.html>

<sup>59</sup> |vi

<sup>60</sup> Punto informatico, <https://www.punto-informatico.it/coinbase-come-funziona/>

registrazione è completamente gratuita, e la procedura per perfezionarla è semplice e veloce. Una volta effettuata la registrazione è possibile creare un conto intestato ad una persona fisica o azienda, collegando allo stesso il conto corrente bancario della persona interessata. Completati i passaggi necessari per l'iscrizione, inserimento dati anagrafici, password ed altre varie informazioni si verrà reindirizzati direttamente dentro il *wallet*, una sorta di portafoglio virtuale, luogo di custodia delle valute digitali possedute. Proprio tramite detto wallet è possibile effettuare tutte le operazioni permesse dalla piattaforma, infatti in base alle criptovalute custodite al suo interno, l'utente ne potrà liberamente disporre ed effettuare tutte le operazioni consentite. Anche se la registrazione è completamente gratuita un costo non trascurabile è sostenuto dagli utenti ogni qual volta che effettuano operazioni di scambio con le proprie valute digitali. Il business model di Coinbase infatti è basato proprio sulle commissioni di transazione, che hanno rappresentato oltre il 96% dei ricavi netti della piattaforma durante il 2020<sup>61</sup> e stando a quanto detto dalla società stessa, le transazioni della criptovaluta Bitcoin rappresentano a loro volta il 44% delle commissioni totali. Dunque le commissioni vengono applicate ogni volta che si vende o acquista una criptovaluta, oppure quando si esegue un prelievo o deposito. L'entità della commissione varia a seconda se il pagamento viene effettuato con bonifico bancario oppure attraverso carta di credito, per il primo le ammontano all'1,49% del totale dell'operazione mentre il secondo, più elevato, del 3,99% del totale<sup>62</sup>. Con riferimento invece alle commissioni su prelievi e depositi sono 0,15 cent per i primi e gratuite nel secondo.

### **3.2 Perché Coinbase Global Inc. ha scelto il Direct Listing**

Adottando il metodo di quotazione diretta Coinbase non è stata obbligata ad emettere nuove azioni sul mercato dei capitali, ma si sia limitata ad offrire agli investitori il suo stock privato, seguendo la strada che negli ultimi anni hanno scelto anche Spotify, Slack, Palantir e Asana<sup>63</sup>. La piattaforma di criptovalute ha il primato di essere la prima quotazione diretta sul mercato Nasdaq Global Market, infatti la *Securities and Exchange Commission*, conosciuta con l'acronimo SEC, solo di recente ha dato la possibilità ad una società di effettuare una quotazione diretta in un mercato Over the Counter. Le motivazioni che hanno spinto a tale scelta sono molteplici e si rispecchiano molto con quelle analizzate nel capitolo precedente (paragrafo 2.1), infatti dopo un'attenta analisi sulla società e sul suo trascorso storico è possibile affermare che le motivazioni che hanno spinto i manager della società e CEO Brian Armstrong ad utilizzare tale metodo sono state principalmente le seguenti:

---

<sup>61</sup> |vi

<sup>62</sup> |vi

<sup>63</sup> Teleborsa <https://www.teleborsa.it/News/2021/04/14/coinbase-debutto-a-350-dollari-per-azione-sul-nasdaq-prezzo-di-riferimento-era-250-117.html#.YTjHSpOzZPY>



- L'azienda si interfaccia direttamente ai clienti ed ha un forte *brand identity*.
- L'azienda nel momento della quotazione non aveva un'eccessiva necessità di raccogliere nuovo capitale.
- L'azienda presenta un *business model* facile da capire e realizzare.
- L'azienda presenta una forte reputazione sul mercato ed è già ben conosciuta dal pubblico degli investitori di cripto valute.

La società exchange di criptovalute, come già detto in precedenza, sin dalla sua nascita ha suscitato un grande interesse nel settore di appartenenza divenendo così leader mondiale nelle transazioni di cripto asset. La stragrande maggioranza dei consumatori interessati alla vendita, acquisto di valute digitali si affida a Coinbase principalmente per due motivi: facilità e rapidità di esecuzione nelle transazioni; brand identity semplice ed affermato in tutto il mondo costituito prevalentemente dalla notorietà acquisita dal marchio e dal CEO. Attualmente gli utenti iscritti sono 56 milioni e gli asset scambiati sulla sua piattaforma hanno un valore stimato a 223 miliardi di dollari, pari all'11,3% di quota di mercato sul totale dei crypto-asset<sup>64</sup>. La piattaforma inoltre è stata pensata per essere utilizzabile da chiunque fosse interessato alla criptoconomia, la mission stessa della società si pone come obiettivo lo scambio semplice e sicuro di criptovalute con la volontà di aumentare la libertà economica nel mondo. Il business model adottato dalla società è estremamente semplice ed è basato principalmente nelle commissioni applicate ai clienti, lo stesso però ha avuto uno sviluppo significativo sin dalla sua nascita. Originariamente la società dipendeva esclusivamente dalle commissioni di negoziazione ora invece genera entrate da diverse fonti aggiuntive. Oltre alle già citate commissioni di negoziazione costituiscono entrate dirette per Coinbase le commissioni di produttore e beneficiario, le commissioni interbancarie, gli interessi sui contanti, le vendite di strumenti software e gli interessi sui prestiti personali<sup>65</sup>. In particolare il sistema di commissioni adottato dalla piattaforma è a livelli, il che significa che le sue commissioni differiscono in base alla posizione e al volume delle transazioni. Coinbase inoltre ha diverse altre linee di attività da cui trarre profitti oltre alle commissioni applicate ai suoi servizi di cambio<sup>66</sup>:

- Coinbase Commerce: Questo servizio fornisce ai rivenditori online un software che consente loro di accettare pagamenti in criptovaluta. Il funzionamento è lo stesso di PayPal, ma per le criptovalute: i plug-in di Coinbase sono utilizzati su una varietà di piattaforme di e-commerce<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Ary Levi, Coinbase closes at \$328.28 per share in Nasdaq debut, valuing crypto exchange at \$85.8 billion <https://www.cnn.com/2021/04/14/coinbase-to-debut-on-nasdaq-in-direct-listing.html>

<sup>65</sup> Coinbase Business Model | How Does Coinbase Make Money? By Madhav <https://seoaves.com/coinbase-business-model-how-does-coinbase-make-money/>

<sup>66</sup> Taylor Tepper, Coinbase IPO: Here's What You Need To Know <https://www.forbes.com/advisor/investing/coinbase-ipo-direct-listing/>

<sup>67</sup> ivi

- Coinbase Card: Coinbase è nelle prime fasi di fornire ai suoi utenti una carta di debito Visa fisica e un'app di accompagnamento per spendere criptovalute nel mondo fisico convertendo le criptovalute in dollari USA quando vengono utilizzate<sup>68</sup>.
- USD Coin (USDC). Coinbase offre la sua criptovaluta, USD Coin (USDC), che è costruita sulla piattaforma Ethereum. Il suo valore è legato al dollaro USA, quindi 1 USDC vale sempre \$1.00<sup>69</sup>.

Coinbase, inoltre, nel momento della quotazione non necessitava di raccogliere nuovo capitale tramite l'emissione di nuove azioni, detto motivo può essere stato il più rilevante nella scelta del Direct Listing. La società nel momento dell'entrata in borsa aveva una capitalizzazione di circa 56 miliardi, inoltre secondo i dati preliminari annunciati dall'azienda stessa, nel primo trimestre del 2021 ha registrato un fatturato di 1,8 miliardi di dollari (circa tre volte maggiori rispetto all'ultimo trimestre 2020), mentre gli utili hanno avuto un rialzo impressionante, da 176,78 milioni registrati nel quarto trimestre 2020 gli stessi sono arrivati a 770 milioni di dollari circa<sup>70</sup> nel primo trimestre del nuovo anno solare.

---

<sup>68</sup> Ivi

<sup>69</sup> Ivi

<sup>70</sup> Ivi

Fine Periodo:	<b>2021</b> 30/06	<b>2021</b> 31/03	<b>2020</b> 31/12	<b>2020</b> 30/09
<b>Totale entrate</b> ▼	2227,96	1801,11	585,11	315,36
Entrate	2227,96	1801,11	585,11	315,36
Totale altre entrate	-	-	-	-
Costo del Venduto	335,43	234,07	49,95	36,77
<b>Utile Lordo</b>	1892,54	1567,05	535,17	278,59
<b>Totale Spese Operative</b> ▼	1353,24	813,4	358,53	213,85
Spese Generali amministrative e di vendita	735,39	423,44	211,5	156,73
Costi Ricerca & Sviluppo	-	-	-	-
Svalutazioni/Ammortamento	-	-	-	-
Spese interessi (Reddito) - Attività Operative	-	-	-	-
Spese straordinarie (Reddito)	-	-	-	-
Altre Spese Operative	282,42	155,89	97,08	20,36
<b>Proventi Operativi</b>	874,73	987,71	226,59	101,5
Reddito interessi (Spese) - Attività non Operative	-	-	-	-
Utile (perdita) dalla vendita di beni	-	-	-	-
Altro	-5,84	8,95	6,18	1,21
<b>Utile al lordo delle imposte</b>	868,88	996,67	232,77	102,72
Accantonamenti per imposte sul reddito	-737,47	225,2	55,98	21,42
<b>Utile al netto delle imposte</b>	1606,35	771,46	176,78	81,3
Interessi di pertinenza di terzi	-	-	-	-
Patrimonio In Affiliati	-	-	-	-
Rettifica U.S. GAAP	-	-	-	-
<b>Reddito al netto di componenti straordinarie</b>	1606,35	771,46	176,78	81,3
Totale componenti straordinarie	-	-	-	-
<b>Reddito Netto</b>	1606,35	771,46	176,78	81,3
Rettifica totale al Reddito netto	-16,64	-683,27	-141,43	-
<b>Reddito disponibile agli azionisti ordinari escluse componenti straordinarie</b>	1589,71	88,2	35,36	81,3
Rettifica diluizione	3,44	123,51	-	-
Risultato netto diluito	1593,15	211,71	35,36	81,3
Numero azioni con diritto al dividendo	248,15	218,03	199,2	199,2
<b>EPS (Utili per azione) diluiti escluse componenti straordinarie</b>	6,42	0,97	0,18	0,41
Dividendo per azione ordinaria	-	-	-	-
EPS (Utili per azione) diluiti normalizzati	6,88	0,97	0,18	0,41

Fine Periodo:	2021 30/06	2021 31/03	2020 31/12	2020 30/09
<b>Totale Attivo Corrente</b> ▾	14238,06	8672,54	5133,95	-
Cassa e Investimenti a Breve Termine	4365,98	1983,32	1061,85	-
Cassa	-	-	-	-
Cassa ed Equivalenti	4365,98	1983,32	1061,85	-
Investimenti a Breve Termine	-	-	-	-
Contributi netti da riscuotere	9581,49	6500,6	3952,86	-
Contributi netti da riscuotere	184,58	208,83	189,47	-
Totale Rimanenze	-	-	-	-
Ratei	89,33	51,9	36,22	-
Altri Totale Attivo Corrente	201,26	136,72	83,02	-
<b>Totale Attivo</b> ▾	15790,21	10201,11	5855,41	-
Totale netto Immobili, impianti e macchinari	157,47	161,12	150,09	-
Totale lordo Immobili, impianti e macchinari	-	-	174,58	-
Perdite per riduzione di valore accumulate	-	-	-24,49	-
Netto Avviamento	501,26	481,38	77,21	-
Attività immateriali	119,89	93,03	60,83	-
Investimenti a Lungo Termine	67,6	35,98	28,15	-
Cambiale attiva - Lungo Termine	-	-	-	-
Altri Attivi a Lungo Termine	705,93	757,06	405,19	-
Altri Attivi	-	-	-	-
<b>Totale Passività Correnti</b> ▾	9677,56	7256,15	4246,85	-
Debiti a breve	35,98	15,86	12,03	-
Debiti/Passivi	-	-	-	-
Ratei Passivi	216,46	130,62	82,66	-
Cambiali passive / Debiti a breve termine	-	-	-	-
Quote di passività per locazioni finanziarie a lungo termine	-	-	-	-
Totale altre passività correnti	9425,12	7109,67	4152,16	-
<b>Totale Passività</b> ▾	11166,78	7344,67	4329,36	-
Totale Debito a Lungo Termine	1406,93	-	-	-
Debito a Lungo Termine	1406,93	-	-	-
Obbligazioni relative al leasing finanziario	-	-	-	-
Imposta differita passiva	-	-	-	-
Interessi di minoranza	-	-	-	-
Totale altre passività	82,29	88,52	82,51	-
<b>Totale Patrimonio netto</b> ▾	4623,42	2856,45	1526,05	-
Totale Azioni Privilegiate redimibili	-	552,04	562,47	-
Totale Azioni Privilegiate irredimibili	-	-	-	-
Totale Azioni ordinarie	-	-	-	-
Sovrapprezzi di emissione	1516,53	804,52	231,02	-
Utili non distribuiti (deficit accumulato)	3104,12	1497,77	726,3	-
Titoli propri - Azioni ordinarie	-	-	-	-
Garanzia debito Piani di Azionariato dei Dipendenti (Esop)	-	-	-	-
Profitto non realizzato (Perdita)	-	-	-	-
Totale Patrimonio	2,77	2,12	6,26	-
<b>Passività e patrimonio netto</b>	15790,21	10201,11	5855,41	-
<b>Totale azioni ordinarie emesse</b>	209,88	210,66	199,2	-
<b>Totale azioni privilegiate emesse</b>	-	-	-	-

In milioni di USD (escluso item per share)

Figura 3.1 Bilanci trimestrali Coinbase Global Inc.<sup>71</sup>, Conto Economico e Stato Patrimoniale

<sup>71</sup> Bilancio trimestrale Coinbase investing.com, Conto Economico <https://it.investing.com/equities/coinbase-global-earnings>

Osservando i dati forniti dal bilancio relativo al 31/12/2020, inseriti nel prospetto informativo, S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1 rilasciato dalla società alla SEC prima di diventare pubblica e i dati relativi al bilancio trimestrale risalente al 31/03/2021<sup>72</sup> sembra chiaro che la società non necessitasse la raccolta di nuovo capitale al momento della quotazione, in quanto patrimonializzata. Nel prospetto stesso è stato espressamente inserito che le azioni non verranno sottoscritte da alcun intermediario, ma saranno vendute liberamente dai precedenti azionisti sul Nasdaq Global Market ai prezzi di mercato prevalenti. Inoltre sempre all'interno del prospetto informativo è stato inserito:

- azioni ordinarie di Classe A in circolazione pari a 21.035.491 detenute da circa 430 azionisti registrati (dati risultanti dal bilancio del 30 dicembre 2020)<sup>73</sup>
- azioni ordinarie di Classe B in circolazione pari a 164.950.620 detenute da circa 430 azionisti registrati (dati risultanti dal bilancio del 30 dicembre 2020)<sup>74</sup>
- gli azionisti abilitati alla rivendita
- gli azionisti registrati <sup>75</sup>

Si può concludere quindi che Coinbase si rispecchia perfettamente nel profilo di società delineato nel secondo capitolo idoneo ad utilizzare il metodo di quotazione diretta e optando per tale metodo di quotazione ha preso la giusta via per divenire pubblica. Grazie a tale scelta inoltre la società ha preservato maggior capitale da investire nel proprio sviluppo sottraendosi dall'inutile ed ingente spesa di commissioni richieste dalla banca *underwriter*.

### 3.3 Rischi e benefici derivanti dalla quotazione tramite Direct listing

Come già ampiamente descritto all'interno del precedente capitolo, la quotazione tramite Direct Listing comporta rischi e benefici nella società neo quotata, tali si sono rispecchiati anche in Coinbase. La piattaforma exchange di criptovalute rispecchiando le caratteristiche di società idonea ad utilizzare tale metodo ha goduto di numerosi vantaggi nel suo utilizzo. Nonostante ciò, tale metodologia non è esente da rischi che in tal caso sono stati amplificati dal settore di appartenenza della società stessa, con particolare riferimento alla volatilità degli asset scambiati al suo interno. Nei seguenti paragrafi saranno approfonditi tali benefici e rischi.

---

<sup>72</sup> Bilancio Coinbase investing.com <https://it.investing.com/equities/coinbase-global-earnings>

<sup>73</sup> S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a\\_40](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a_40)

<sup>74</sup> Ivi

<sup>75</sup> Ivi

### 3.3.1 Rischi per gli investitori: la volatilità dei titoli

I rischi che il colosso exchange di criptovalute si trova ad affrontare in seguito alla sua quotazione, non sempre prescindono da fattori interni alla società, ma possono avere anche origine esterna e indipendente dalla stessa. Già prima della quotazione all'interno del prospetto informativo S-1 rilasciato alla SEC, la neo quotata allertava i futuri investitori sull'elevato rischio che avrebbe comportato l'investimento nelle loro azioni ordinarie di Classe A. Il rischio maggiormente sostenuto dagli investitori è in parte o del tutto non legato alle vicende aziendali, (anche se quest'ultimo non è un rischio trascurabile), ma dipende dall'elevata volatilità della criptoeconomia e la correlazione dei titoli societari ad essa. Tutte le fonti di reddito della società infatti dipendono strettamente dalle risorse crittografiche e dalla più ampia criptoeconomia<sup>76</sup>. A causa della natura altamente volatile della criptoeconomia e dei prezzi delle criptovalute, i risultati operativi di Coinbase fluttuano in modo significativo da un trimestre all'altro, ciò dipende dai sentimenti e movimenti del mercato nella più ampia criptoeconomia. I risultati operativi di Coinbase e quindi il valore di mercato dei propri titoli, in particolare sono influenzati in modo significativo da una serie di fattori, molti dei quali come già affermato in precedenza imprevedibili e in alcuni casi fuori dal controllo societario, tra i fattori più rilevanti troviamo:

- la volatilità del prezzo di mercato. Con relativamente poche azioni scambiate in borsa, il prezzo delle azioni Coinbase potrebbe fluttuare in modo significativo, soprattutto inizialmente come effettivamente si è verificato<sup>77</sup>. In un'IPO tradizionale, i sottoscrittori sostengono il prezzo delle azioni in alcuni modi. Commercializzano il titolo agli investitori istituzionali e creano interesse. Stabiliscono un prezzo IPO, creando un "valore equo" psicologico e un intervallo di trading per il titolo. Inoltre, in genere supportano il titolo attraverso alcuni mezzi tecnici, aiutando il titolo a rimanere al di sopra del prezzo dell'IPO, almeno a breve termine. Ma poiché in una quotazione diretta la società non si avvale delle banche di investimento, non gode degli stessi vantaggi. E potrebbe avere relativamente poche azioni scambiate, rispetto alla forte domanda, il che significa che il titolo potrebbe fluttuare in modo significativo nei suoi primi giorni<sup>78</sup>. Ciò rispecchia perfettamente quanto accaduto al exchange di cripto valute il quale ha visto oscillare fortemente i prezzi dei propri titoli nel giorno di apertura del mercato e nei giorni seguenti. La volatilità del prezzo dei titoli oltre ad essere determinata dalla quotazione DL, dipende fortemente da offerte derivanti dall'attività di trading di criptovalute, in quanto comprende: il volume degli scambi ed i prezzi a cui i cripto asset sono negoziati prevalentemente sui mercati. Il rischio insito nei prezzi e volumi di negoziazione deriva dal fenomeno della *Cripto Asset Volatility*, ovvero: la rappresentazione della misura interna della volatilità delle criptovalute nel mercato rispetto

---

<sup>76</sup> ivi

<sup>77</sup> Bankrate Coinbase IPO: 4 unusual risks in using a direct listing to go public <https://www.bankrate.com/investing/coinbase-ipo-direct-listing/>

<sup>78</sup> ivi

ai periodi precedenti. La volatilità delle risorse crittografiche viene misurata su base oraria (utilizzando intervalli di prezzo di 10 minuti all'interno di ogni ora) per ciascuna risorsa crittografica supportata per il trading su Coinbase, calcolata in media nel periodo di tempo applicabile (trimestrale), quindi ponderata per la quota totale del volume degli scambi di ciascun asset crittografico durante lo stesso periodo su una serie di piattaforme trading selezionate<sup>79</sup>. In sostanza ciò sta a significare che il prezzo del titolo azionario è strettamente correlato ai prezzi di mercato delle criptovalute scambiate<sup>80</sup> all'interno della piattaforma. Come è facilmente visibile dai grafici riportati, rappresentanti rispettivamente gli andamenti del bitcoin e del titolo COIN (acronimo borsistico di Coinbase), è stato possibile riscontrare a Maggio 2021, pochi giorni dopo l'entrata in borsa di Coinbase, la forte correlazione insita fra i due titoli. Infatti, quando il valore del crypto asset *Bitcoin* ha avuto discesa vertiginosa questa è stata seguita con la stessa intensità anche dal titolo della piattaforma di exchange culminata il 21/05/2021 ad un valore di 224,35 USD corrispondente al minimo storico della stessa<sup>81</sup>. Quindi, Essendo il mercato delle criptovalute un mercato estremamente volatile, investire in azioni di Coinbase comporta un elevato rischio tale da essere valutato attentamente da ogni singolo investitore prima di effettuare l'operazione.



Figura3.2

<sup>79</sup> |vi

<sup>80</sup> Cfr.: S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a\\_40](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a_40)

<sup>81</sup> Cfr.: NASDAQ: COIN <https://www.google.com/search?q=coinbase+grafico+borsa&sxsrf=A0aemvKio4A-YU7-HiQmCetQyD0-fuOFxg%3A1631113887987&ei=n9I4Yfi6O4vgkgXJpIPACg>

1 Bitcoin equals

# 39,306.35 Euro

Sep 9, 08:16 UTC · Disclaimer

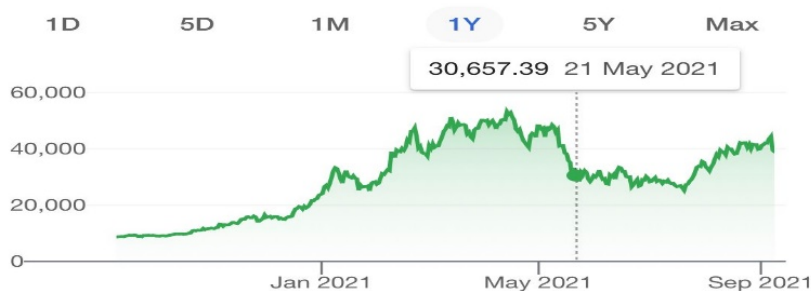


Figura3.3

- Rischio fortemente limitato in Coinbase è la capacità della società di attrarre, mantenere e far crescere la base di clienti. Detto rischio è molto limitato in quanto come detto in precedenza nel paragrafo 3.2 Coinbase è attualmente il leader mondiale delle piattaforme di exchange detenente la più ampia quota di mercato del settore. Nonostante ciò non può essere esclusa la possibilità che in futuro nuovi o già esistenti competitor a seguito di innovative campagne aziendali sottrarranno quote di mercato alla società leader ad esempio con commissioni più basse di quelle attualmente utilizzate da Coinbase<sup>82</sup>.
- Ulteriore rischio di entità non trascurabile è legato al contesto legislativo o regolamentare derivante dalle azioni dei 32 governi e autorità di regolamentazione dove Coinbase si trova ad operare.

### 3.3.2 Benefici derivanti dalla quotazione

In Coinbase i benefici della quotazione Direct Listing rispetto ad una classica IPO si sono caratterizzati per l'assenza di costi diretti e indiretti che le società non ha sostenuto optando per tale metodo, in particolare quelli più copiosi derivanti dalle commissioni richieste dalle banche, per la maggiore liquidità offerta agli azionisti, per la maggiore flessibilità caratterizzante tale metodologia e per lo sfruttamento dell'underpricing in favore della società stessa, fenomeno che nel metodo di quotazione classico è considerato un gravoso costo indiretto sostenuto dalla società neo quotata.

- Coinbase adottando il metodo di quotazione diretta senza emissione di nuove azioni e senza aumento di capitale si è sottratta dagli ingenti costi richiesti dagli intermediari finanziari, in particolare quelli

<sup>82</sup> : S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a\\_40](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a_40)



riguardanti le commissioni di sottoscrizione anticipata dei titoli. La società, infatti, ha comunque sostenuto delle spese di consulenza nei confronti della banca, ma di entità molto inferiore rispetto a quelli che avrebbe sostenuto se la stessa si fosse occupata oltre che della consulenza anche della sottoscrizione delle azioni ordinarie Classe A.

- Altro vantaggio caratterizzante la quotazione di Coinbase è stato quello di avere maggiore liquidità delle azioni: tale vantaggio caratteristico delle quotazioni direct listing senza aumento di capitale ha consentito ad ogni singolo azionista, già precedentemente registrato nel modulo S-1 consegnato alla SEC, di vendere in qualsiasi momento e in misura illimitata le partecipazioni societarie possedute una volta completato il procedimento di quotazione. In tal modo gli scambi aumentano e con essi aumenta anche la liquidità associata a ciascuna azione tale da consentire la liquidazione immediata della partecipazione del singolo azionista e non dover aspettare il periodo di look up caratterizzante le classiche IPO.
- Il maggior vantaggio della quotazione tramite Direct listing in Coinbase è stato l'underpricing. Tale vantaggio nelle classiche IPO rappresenta invece il più grande svantaggio e lo sarebbe stato anche per Coinbase se avesse utilizzato il metodo classico. L'underpricing ovvero la pratica molto diffusa di quotare un'offerta pubblica iniziale a un prezzo inferiore rispetto al suo reale valore, sul mercato dei capitali è di solito il maggior costo indiretto sostenuto dalla società a seguito di un IPO. Con molte probabilità lo sarebbe stato anche per Coinbase se avesse optato per tale metodo, il valore di mercato delle sue azioni ordinarie di Classe A poche ore prima dell'entrata in borsa era infatti stato fissato a circa 250 dollari<sup>83</sup> per una capitalizzazione totale di circa 56 miliardi di dollari. L'ingresso della società nel Nasdaq Market Exchange ha subito suscitato grande interesse da parte degli operatori portando le contrattazioni tra domanda e offerta a valutare ogni singola azione offerta 420 dollari<sup>84</sup> circa per una capitalizzazione totale di circa 100 miliardi di dollari. Nel corso della giornata il prezzo delle azioni non è rimasto invariato, ma è iniziato a scivolare fino ad arrivare al prezzo di chiusura di 328,2 dollari<sup>85</sup> con una capitalizzazione di mercato di circa 86 miliardi. Coinbase avendo optato per tale metodo e non per una classica IPO è riuscita ad appropriarsi del sovrapprezzo delle proprie azioni e non lasciarlo all'eventuale banca underwriter o sindacato di blocco che si sarebbe occupato della sottoscrizione se avesse utilizzato altro metodo. Optando per una classica IPO se le contrattazioni fossero state invariate, rispetto a come sono andate tramite quotazione diretta, le azioni di Coinbase sarebbero state sottoscritte con un underpricing di 78,2 dollari per un valore circa del 31,28% del prezzo di chiusura, cifra molto

---

<sup>83</sup> Il Sole 24 ore, <https://www.ilsole24ore.com/art/coinbase-quotazione-storica-nasdaq-mondo-cryptovalute-sbarca-wall-street-AE185w>

<sup>84</sup> Dove investire, Coinbase debutta col botto quotazione alle stelle <https://www.doveinvestire.com/mercato-azionario/coinbase-debutta-col-botto-quotazione-salita-alle-stelle/>

<sup>85</sup> Money.it, Ipo Coinbase: prezzo a \$328,2 ad azione al primo giorno. Tutto quello che c'è da sapere, Pierandrea Ferrari <https://www.money.it/Ipo-Coinbase-prezzo-328-2-azione-primo-giorno-Tutto-quello-da-sapere>

elevata rispetto ai normali underpricing delle altre IPO che si aggira ad un valore di circa 14%. Tuttavia l'entità dell'underpricing non può essere calcolata con estrema precisione, perché se la società avesse scelto il metodo classico di quotazione non è possibile stabilire con esattezza come sarebbero andate le dinamiche delle contrattazioni.

$$\text{underpricing Coinbase} = \frac{328,2 - 250}{250} = 31,28\%$$



•Figura 3.4 NASDAQ, COIN, primo giorno di contrattazioni

## Conclusioni

La presente trattazione aveva l'obiettivo di analizzare in dettaglio il procedimento di quotazione di una società esaminando attentamente le due metodologie concesse dalla Securities and Exchange Commission: il metodo tradizionale "IPO"; il metodo di quotazione diretto "Direct listing". Al fine di evidenziare i benefici, i rischi ed i costi derivanti da tali metodologie e capire quale tra le due dovrebbe essere adottata da una società desiderosa di divenire pubblica. Ciò che è emerso da tale studio è che sicuramente ancora la tradizionale IPO è il procedimento più sicuro ed efficiente da adottare per tutte le società, specialmente le più classiche e quelle

con meno appeal nel pubblico degli investitori. La presenza dell'intermediario finanziario in tutto il procedimento di quotazione e specialmente nella sottoscrizione anticipata dei titoli risulta il carattere fondamentale per optare in tale metodologia. Tuttavia tali società non potranno sottrarsi ai problemi derivanti dalle possibilità di moral hazard e dal fenomeno dell'underpricing. Inoltre gli elevati costi derivanti dalle commissioni applicate dalle banche underwriters rendono tale metodologia esosa e non conveniente per tutte le società, specialmente quelle che presentano tali caratteristiche: forte brand identity; ben patrimonializzate; facile business model. Per tali società potrebbe risultare più conveniente utilizzare la metodologia di quotazione diretta la quale presenta numerosi vantaggi specialmente in termini di costi diretti ed indiretti. Tuttavia i numerosi limiti strutturali da essa presentati ed i numerosi rischi ad essa associati la rendono una metodologia molto rischiosa e quindi sconsigliata per tutte le società che non rientrano nel profilo d'impresa idoneo ad utilizzarla. In particolare obiettivo del terzo capitolo era quello analizzare e conseguentemente valutare i motivi che hanno spinto la società *Coinbase Global Inc.* ad optare per il metodo di quotazione diretta a discapito della classica IPO e successivamente analizzare i benefici e rischi sorti dopo l'adozione di tale metodo. A seguito della trattazione su funzionamento, reputazione e business model adottato dalla stessa si può concludere dicendo che la società, fortemente innovativa, rappresenta il profilo ideale idoneo ad una quotazione *Direct Listing*. Infatti, successivamente alle analisi e ricerche svolte è stato possibile riscontrare in Coinbase i tipici tratti appartenenti alle società utilizzanti tale metodologia di quotazione, ovvero: *forte brand identity, semplice business model, abbondanza di capitale, forte reputazione sul mercato*. tuttavia, se da una parte i motivi che hanno portato a tale scelta sono inopinabili ciò non esclude la società dai rischi insiti a tale procedimento di quotazione. In particolare è stato possibile evidenziare che il maggior rischio per gli investitori in titoli di Coinbase derivi dalla volatilità dei prezzi di quest'ultimi, volatilità dovuta in parte dall'adozione del direct listing, ma fortemente aumentata dalla volatilità del valore degli asset finanziari scambiati al suo interno. Analizzando invece i benefici derivanti dalla quotazione è stato possibile verificare che, oltre ai vantaggi di costo diretti e indiretti propri del Direct Listing rispetto ad una tradizionale IPO, la società ha tratto un ingente guadagno dall'underpricing dei suoi titoli. Infatti i titoli non essendo stati sottoscritti da alcun intermediario, ma collocati direttamente sul mercato dai precedenti azionisti hanno consentito alla società di appropriarsi del sovrapprezzo degli stessi, aumentando notevolmente la propria capitalizzazione di mercato.

## **RINGRAZIAMENTI**

Desidero ringraziare tutti coloro i quali, a diverso titolo, hanno contribuito alla stesura del presente lavoro. Ringrazio prima di tutto il mio relatore, il Prof. Francesco Cerri, per avermi concesso, attraverso la sua cattedra, la possibilità di svolgere la fase più importante e delicata del mio percorso accademico. Un ringraziamento particolare va a mio padre e mia madre, i quali mi hanno incondizionatamente supportato durante la stesura di questo elaborato e durante tutta la durata del mio percorso accademico. Un ringraziamento speciale lo vorrei dedicare a mio nonno, fonte della mia motivazione e guida in parte del mio percorso di studi ed infine i miei amici che con pazienza hanno speso il loro tempo ad ascoltare le bozze di questo lavoro condividendo con me idee e suggerimenti.

## BIBLIOGRAFIA / SITOGRAFIA

Principi di finanza aziendale, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri

Istituzioni e mercati finanziari, Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli

Edward Chancellor, Washington Post, A History of Financial Speculation,

<https://www.washingtonpost.com/wp-srv/style/longterm/books/chap1/deviltakethehindmost.htm>

Stringham, Edward Peter: Private Governance: Creating Order in Economic and Social Life. (Oxford University Press, 2015, ISBN 9780199365166), p.42

[https://www.researchgate.net/publication/46540907\\_Evidence\\_on\\_What\\_CFOs\\_Think\\_About\\_the\\_IPO\\_Process\\_Practice\\_Theory\\_and\\_Management\\_Implications](https://www.researchgate.net/publication/46540907_Evidence_on_What_CFOs_Think_About_the_IPO_Process_Practice_Theory_and_Management_Implications)

James C. Brau and Stanley E. Fawcett, Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Management Implications, Journal of Applied Corporate Finance,

[https://www.researchgate.net/publication/46540907\\_Evidence\\_on\\_What\\_CFOs\\_Think\\_About\\_the\\_IPO\\_Process\\_Practice\\_Theory\\_and\\_Management\\_Implications](https://www.researchgate.net/publication/46540907_Evidence_on_What_CFOs_Think_About_the_IPO_Process_Practice_Theory_and_Management_Implications)

Organismo Italiano di Valutazione, Le valutazioni in sede di IPO

<http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP.01.2017-LeValutazioniafinidiIPO.pdf>

Starting Finance, Edoardo Scirè, I benefici finanziari di un IPO <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-benefici-finanziari-di-una-ipo/>

Deloitte, Initial Public Offering, credito d'imposta per i costi di quotazione

[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/Deloitte\\_Italy-Credito\\_di\\_imposta\\_per\\_i\\_costi\\_di\\_quotazione.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/Deloitte_Italy-Credito_di_imposta_per_i_costi_di_quotazione.pdf)

Starting Finance, i costi indiretti di un IPO <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/i-costi-indiretti-di-una-ipo/>

Borsa Italiana, Glossario finanziario, underpricing

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

Jeffrey M. Green: What are direct listings? <https://www.thebalance.com/direct-listings-5116194>

Corporate Finance Institute: What is a direct listing?

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/direct-listing/>

Shobith Seth IPO vs. Direct Listing: What's the Difference?

<https://www.investopedia.com/investing/difference-between-ipo-and-direct-listing/>

National Law Review, Volume XI, Number 8: SEC Again Approves NYSE's Direct Listing Rules

<https://www.natlawreview.com/article/sec-again-approves-nyse-s-direct-listing-rules>

Ran Ben-Tzur, Jennifer J. Hitchcock: SEC Approves Nasdaq Rule Change Allowing Direct Listings with a Capital Raise <https://www.fenwick.com/insights/publications/sec-approves-nasdaq-rule-change-allowing-direct-listings-with-a-capital-raise>

WILL KENTON, DIRECT PUBLIC OFFERING (DPO)

<HTTPS://WWW.INVESTOPEDIA.COM/TERMS/D/DIRECTPUBLICOFFERING.ASP>

Zachary V. Skaff, University of Tennessee: Direct Listing vs. Traditional IPO Case Study

[https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk\\_chanhonoproj](https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3370&context=utk_chanhonoproj)

Will Kenton, SEC Form S-1 Definition <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-1.asp>

Adam Hayes, SEC Form F-1 <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-f-1.asp>

Mike Bienenfeld, Jeffrey Cohen, Jason Manketo, Matthew Poulter, Luis Roth, Pam Shores, Scott Sonnenblick: SEC approves NYSE proposal allowing companies to raise capital in a direct listing

<https://www.linklaters.com/it-it/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2020/december/29/sec-approves-nyse-proposal-allowing-companies-to-raise-capital-in-a-direct-listing>

ICR: Direct Listing vs. IPO: 8 Things to Know <https://icrinc.com/insights/direct-listing-vs-ipo-8-things-to-know/>

S-1 1 coinbaseglobalincs-1.htm S-1

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a\\_40](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm#i86a9d9b35e45447ea6eb369e5dcf1e6a_40)

Punto informatico, Coinbase: cos'è, come funziona, commissioni e opinioni <https://www.punto-informatico.it/coinbase-come-funziona/>

COINBASE <https://www.coinbase.com/it/>

Ary Levi, Coinbase closes at \$328.28 per share in Nasdaq debut, valuing crypto exchange at \$85.8 billion

<https://www.cNBC.com/2021/04/14/coinbase-to-debut-on-nasdaq-in-direct-listing.html>

By Madhav, Coinbase Business Model | How Does Coinbase Make Money? <https://seoaves.com/coinbase-business-model-how-does-coinbase-make-money/>

Dove investire, Coinbase debutta col botto quotazione alle stelle <https://www.doveinvestire.com/mercato-azionario/coinbase-debutta-col-botto-quotazione-salita-alle-stelle/>

Il Sole 24 ore, <https://www.ilsole24ore.com/art/coinbase-quotazione-storica-nasdaq-mondo-cryptovalute-sbarca-wall-street-AE185w>

By Erin Griffith, New York Times, Coinbase's Public Listing Is a Cryptocurrency Coming-Out Party <https://www.nytimes.com/2021/04/14/business/coinbase-ipo-stock.html>

Teleborsa <https://www.teleborsa.it/News/2021/04/14/coinbase-debutto-a-350-dollari-per-azione-sul-nasdaq-prezzo-di-riferimento-era-250-117.html#.YTjHSp0zZPY>

Bankrate Coinbase IPO: 4 unusual risks in using a direct listing to go public <https://www.bankrate.com/investing/coinbase-ipo-direct-listing/>

Taylor Tepper, Coinbase IPO: Here's What You Need To Know <https://www.forbes.com/advisor/investing/coinbase-ipo-direct-listing/>

