LUISS

Dipartimento di
Impresa e Management

Cattedra di
Finanza Aziendale Corso Avanzato

L'approdo a Wall Street del primo crypto exchange: la quotazione di Coinbase

Prof. Luigi Gubitosi
RELATORE

Prof. Giuseppe D'Alessandro
CORRELATORE

Lorenzo Pitorri
Matr.715011
CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Sommario

Introduzione 5

Capitolo primo – Initial Public Offering, panoramica del fenomeno 9

1.1 Modalità di proposta di un IPO 11

1.1.1 Offerta pubblica di sottoscrizione 12

1.1.2 Offerta pubblica di vendita 13

1.1.3 Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione 14

1.2 Processo di quotazione 14

1.2.1 Pianificazione dell'offerta 16

1.2.2 Preparazione e strutturazione dell'offerta 19

1.2.3 Fase di pre - marketing 21

1.2.4 Fase di offerta 25

1.3 Principali benefici connessi ad un'IPO 28

1.3.1 Benefici finanziari 29

1.3.2 Benefici operativi 30

1.4 Costi connessi alla quotazione 31

1.4.1 Costi diretti 32

1.4.2 Costi indiretti 35

1.5 Soggetti coinvolti nel processo di quotazione 36

1.6 Confronto tra direct lisitng e IPO 41

Capitolo secondo – Modelli matematici di calcolo di una Initial Public Offering 45

2.1 Asta pubblica 46

2.1.1 Metodo dell'asta online: caso Google 47

2.2 Bookbuilding e forchetta di prezzo 50

2.3 Definizione di un'offerta a prezzo fisso 53

2.4 Metodi di Valutazione del Valore Aziendale 56

2.4.1 Metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati 57

2.4.2 Metodo dei Multipli di Mercato 60

2.5 Underpricing e Overpricing: fenomeni a confronto 64

Capitolo terzo – La quotazione di Coinbase 66

3.1 Il settore delle criptovalute 67

3.2 La storia di Coinbase 72

3.3 L'ingresso a Wall Street di Coinbase 82

3.3.2 Obiettivi della quotazione 84

3.3.3 La valutazione di Coinbase e la risposta del mercato post quotazione 89

3.4 Le criptovalute sono una bolla destinata ad esplodere? 95

3.4.1 La volatilità delle Initial Coin Offering (ICO) 99

3.5 Influenza della pandemia COVID – 19 e prospettive future 102

Conclusioni 108

Bibliografia 111

Sitografia 114

Abstract 115

Introduzione

Negli ultimi 10 anni, il mondo della finanza è stato segnato dall'avvento di un particolare *asset* intangibile: le criptovalute. Oggigiorno, è comune sentir parlare di *bitcoin* e di altre valute digitali, ma meno della rivoluzione tecnologica che ha portato all'introduzione sul mercato di tali elementi: la cosiddetta *blockchain*. Tale innovazione è la causa primaria dell'obsolescenza dei sistemi tradizionali più comunemente utilizzati. Siamo giunti in un'era in cui "la catena di blocchi", le *digital currencies* e gli *exchange* che rendono possibile la negoziazione delle criptovalute, si pongono come valida alternativa agli investimenti in *asset* che hanno costituito da decenni i portafogli di molti investitori.

Durante il loro percorso, le aziende sono obbligate a compiere un vasto numero di scelte strategiche, al fine di migliorare la redditività o la posizione sul mercato, di acquisire quote di mercato o semplicemente per sopravvivere; una di queste scelte è rappresentata dalla quotazione in borsa. Tale operazione può avvenire tramite differenti modalità: mediante offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), di vendita (OPV), di sottoscrizione e vendita (OPVS) ed infine tramite *direct listing* (modalità scelta da *Coinbase*).

Generalmente le ragioni che spingono una società ad attuare questo complesso e particolare processo sono molteplici quali: la possibilità di raccogliere più facilmente i capitali, incrementare il proprio prestigio all'interno del mercato e migliorare la performance del management tramite strumenti di incentivazione persuasivi, per citarne alcuni. Per l'*exchange* di criptovalute è possibile individuare ulteriori motivazioni: *Coinbase* grazie al suo processo di quotazione ha indubbiamente incrementato il volume di scambio, il bacino di utenza e l'affidabilità/credibilità a seguito della maggior trasparenza che l'operazione richiede, ma soprattutto ha ridisegnato le regole della finanza *mainstream*.

La piattaforma, da sempre, si pone l'obiettivo di creare un sistema finanziario fruibile da tutti gli individui, equo e trasparente, all'interno del quale garantire l'accessibilità a tutti i servizi finanziari; in sintesi creare una criptoeconomia basata su principi reali di equità, accessibilità, trasparenza ed efficienza facendo leva sulla

tecnologia *blockchain.*

Il segnale più rilevante che le valute digitali possano essere molto più di meri strumenti speculativi, è avvenuto il 14 Aprile 2021, con l'approdo al *NASDAQ* di *Coinbase*.

Pertanto l'elaborato è stato impostato seguendo tre direttrici di analisi:

1. un quadro generale riguardo la panoramica del fenomeno IPO e le modalità percorribili per attuare un processo di quotazione di successo;
2. la descrizione dei principali modelli matematici per la corretta stima del prezzo di emissione delle azioni nonché la possibile manifestazione dei fenomeni di *underpricing* e *overpricing*;
3. una macro analisi del settore delle criptovalute seguita dal caso studio: il *direct listing* di *Coinbase*, rischi e benefici tangibili che il processo ha comportato, il debutto al *NASDAQ* sino al piano strategico che mira ad applicare nei prossimi anni e in risposta alla pandemia COVID – 19.

Il quadro generale evidenzia l'importanza del processo di quotazione inteso come il punto di arrivo del piano di crescita di un'impresa. Passa in rassegna le differenti modalità mediante le quali è possibile approdare sul mercato borsistico per poi evidenziare dettagliatamente i vantaggi e i rischi connessi all'operazione nonché i soggetti necessari al completamento dello stesso.

L'elaborato prosegue con una descrizione dettagliata circa i modelli matematici da adottare per una corretta determinazione del prezzo delle azioni da emettere, dai quali dipende il successo o il fallimento del processo stesso.

Descrive in aggiunta, due manifestazioni che possono verificarsi a seguito di un prezzo di emissione eccessivamente alto o basso, vale a dire i cosiddetti fenomeni dell'*underpricing* e dell'*overpricing* e delle loro strette conseguenze sul valore dell'azienda post – quotazione.

Il terzo ed ultimo capitolo è il cuore dell'elaborato, approfondisce le caratteristiche essenziali del settore delle criptovalute, i vantaggi che possono apportare nella vita quotidiana dei singoli individui e le minacce cui è possibile essere esposti.

Si focalizza poi sulla storia di *Coinbase*, dagli albori alla crescita, sino al raggiungimento della posizione di leader indiscusso negli Stati Uniti e di secondo cripto - *exchange* per capitalizzazione di mercato.

Analizza il processo di quotazione scelto, le motivazioni che hanno portato la piattaforma ad attuarlo, il debutto sul mercato azionario e la conseguente risposta post – quotazione, le strategie future e l'impatto che la pandemia COVID – 19 ha avuto sul suo piano strategico futuro e sul settore cripto dal quale dipende.

Infine passa in rassegna lo scetticismo che caratterizza molti investitori riguardo le valute digitali e gli *exchange* ad esse connessi (nel nostro caso *Coinbase*) vale a dire se sono delle bolle destinate ad esplodere.

In conclusione, il presente elaborato si pone l'obiettivo di dare al lettore una panoramica del fenomeno IPO descrivendo le motivazioni, i benefici e i rischi che il processo di quotazione comporta e, più nel dettaglio, racconta il *direct listing* della piattaforma di negoziazione *Coinbase*, di come il suo andamento sia strettamente correlato a quello delle valute digitali e di come lo scetticismo che aleggia in alcuni investitori possa influenzare negativamente il trend di entrambi.

Comunemente, le società si trovano a dover prendere continuamente numerose decisioni strategiche in risposta a variabili, quali globalizzazione ed evoluzione tecnologica. Possono applicare scelte orientate al miglioramento della loro posizione sul mercato, della redditività o alla creazione di sinergie e interrelazioni tra le differenti unità di *business.*

Tra tutte, grande rilevanza assume la quotazione in borsa (in inglese IPO) [1]. Si tratta di un'opzione rapida, che accresce la visibilità internazionale della società e che si potrà concretizzare tanto in un'operazione di successo quanto in un'ipotetica distruzione di valore, se eseguita in maniera errata.

La quotazione in borsa possiede un particolare prestigio nel mondo delle società, viene vista come l'epitome del successo, il culmine di un piano di crescita più lungo per l'azienda che a fronte di determinati costi da sostenere, comporta dei benefici tangibili quali: finanziare la crescita e lo sviluppo tramite il reperimento di risorse diversificando le fonti di finanziamento; ampliamento dell'azionariato con conseguente modifica della compagine sociale tramite l'ingresso nel capitale di investitori istituzionali, domestici e internazionali; attrazione di risorse qualificate grazie al prestigio e alla visibilità conferite mediante il processo stesso; possibilità di adottare schemi remunerativi incentivanti quali *stock option* e capacità di conoscere, in qualsiasi momento, il valore della società agevolando operazioni di M&A [2], in cui vi sia la possibilità di usare le azioni come mezzo di pagamento.

È comprensibile come, con la quotazione, si abbia una maggior efficienza e trasparenza in tutti gli aspetti.

Una volta effettuata un'analisi in termini di vantaggi-svantaggi derivanti dall'IPO, ogni società che intenderà procedere con il processo di quotazione dovrà far fronte a degli obblighi quali: cambiamenti a livello organizzativo e gestionale; condivisione delle scelte strategiche in relazione agli interessi e alle opinioni degli *shareholders*; minimizzazione dei fenomeni di asimmetria informativa; trasmissione costante delle informazioni per rafforzare la fidelizzazione con gli

[1] Sigla di *Initial Public Offering*: offerta che viene fatta al pubblico da una società che vuole quotarsi per la prima volta
[2] Sigla di *Merger & Acquisition*

azionisti ma soprattutto la redazione di un *business plan* all'interno del quale vengano elencati punti di forza e debolezza della società, necessari per presentare l'azienda ai potenziali investitori. Pertanto, se la società ha intenzione di avviare il suddetto processo, deve adeguarsi in risposta a ciò che il mercato richiede.

Proprio in relazione a quest'ultimo, una volta manifestata la volontà di procedere con il processo di quotazione, si pone difronte alla quotanda una scelta di rilevanza strategica, che potrebbe segnare il successo o il fallimento post – quotazione della stessa: la scelta del mercato.

Il primo passo è rappresentato dalla valutazione circa la scelta se quotarsi nel mercato nazionale o in quello estero. Tale decisione dipende dall'ambito all'interno del quale l'impresa vuole rafforzarsi e di conseguenza, dove convergono maggiormente gli interessi commerciali. Perciò, prima di individuare la Borsa che meglio si configura con le caratteristiche della società, è fondamentale stimare le potenziali opportunità di quotazione in termini, costi connessi al processo, obblighi di trasparenza e normativa di riferimento etc…

Indubbiamente, la quotazione nei mercati internazionali presenta maggior complessità rispetto a quella presso il mercato nazionale, questo perché l'emittente si trova a dover necessariamente rispettare una regolamentazione di borsa e dei canoni normativi, in parte o totalmente differenti, da quelli del paese di appartenenza della società in questione. In aggiunta a tali complessità, deve impegnarsi a relazionarsi con organi di borsa e autorità amministrative straniere.

Premesse le avversità che una potenziale società quotanda incontrerebbe svolgendo un processo di quotazione in mercati esteri, è usuale, soprattutto per le imprese di grandi dimensioni, dar vita al cosiddetto *dual listing* [3] che consiste nel mantenere una quotazione sul mercato regolamentato domestico in concomitanza ad una o più sui mercati internazionali.

In termini di corretto *timing* circa il momento della quotazione, generalmente si devono ricercare congiunture favorevoli; l'elevata propensione dei risparmiatori ad investire in titoli azionari e la maggior valutazione degli stessi, garantisce un

[3] Per *dual listing* si intende la quotazione di uno strumento finanziario presso due mercati differenti al fine di incentivare la concorrenza attorno al prezzo, la relativa liquidità e di poter fruire di una maggior contrattazione in termini orari.
www.ilsole24ore.com

afflusso più ampio di risorse. Tuttavia bisogna evitare operazioni di successo solo iniziali a causa di una valutazione eccessiva, ma vedere l'operazione in un'ottica strategica continuativa, stabile nel tempo. Non a caso, alcune delle operazioni di *Initial Public Offering* più riuscite, sono avvenute in momenti di mercato complessi e con valori di collocamento prudenti e mantenibili nel tempo. (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).

1.1 Modalità di proposta di un IPO

Dopo aver sottolineato brevemente come la quotazione in borsa rappresenti un'opportunità di crescita rilevante al consolidamento di una storia di successo aziendale e di come modifichi in maniera irreversibile la struttura manageriale e proprietaria della società, è opportuno che la stessa, valuti quale tra OPS [4], OPV[5], OPVS [6] e *direct listing* risulti essere la modalità di quotazione più congeniale (Ianotta.G, 2009).

[4] Sigla di offerta pubblica di sottoscrizione
[5] Sigla di offerta pubblica di vendita
[6] Sigla di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione

1.1.1 Offerta pubblica di sottoscrizione

Per offerta pubblica di sottoscrizione (*primary offering* [7]) si intende una modalità di proposta dell'*IPO* mediante la quale si offrono, in sottoscrizione, azioni di nuova emissione sul mercato primario [8]. Il collocamento è equivalente ad un aumento di capitale, questo perché i proventi della quotazione restano all'interno della società. A seguito dell'emissione, i titoli saranno negoziati sul mercato secondario[9]. La collocazione avviene con l'ausilio di uno o più intermediari finanziari, e in particolare, di uno o più *global coordinator* [10], che utilizzano il circuito dei loro clienti per collocare i titoli, garantendo la sottoscrizione della parte non collocata, entro il termine previsto dell'operazione, rispettando inoltre la soglia di flottante minimo necessaria per la quotazione. La finalità principale dell'OPS è l'ottenimento dell'aumento di capitale di rischio dell'impresa senza il coinvolgimento dei soci. L'offerta pubblica di sottoscrizione può essere indirizzata a differenti destinatari in funzione dei quali assumerà precise configurazioni:

- offerte pubbliche destinante al pubblico indistinto degli investitori: nel caso in cui i destinatari siano i risparmiatori *retail*, la società emittente dovrà comunicarlo preventivamente alla Consob, assicurando la realizzazione dell'operazione nel rispetto degli obblighi previsti dal Testo Unico della Finanza (D.lgs 58/1998); nel caso in cui l'offerta sia destinata al pubblico *retail*, possono essere previste delle *tranche* riservate a categorie particolari di investitori quali portatori di interesse nella società o dipendenti della medesima.
- offerte istituzionali destinante unicamente agli investitori istituzionali: in tal caso, la società dovrà avvalersi dell'aiuto di un *global coordinator* affinché sia garantita la corretta esecuzione dell'attività di collocamento tra il pubblico e gli investitori istituzionali.

[7] Termine istituzionale che si traduce in maniera differente a seconda delle giurisdizioni: per esempio nel Regno Unito, un'offerta primaria è un'*offer for subscription* mentre in Italia è un'offerta pubblica di sottoscrizione – (Ianotta.G, 2009)
[8] Mercato finanziario dove vengono collocati strumenti di nuova emissione da parte degli stessi emittenti, sottoscritti dagli investitori in cambio di denaro destinato alla società.
[9] Mercato finanziario dove avvengono gli scambi degli strumenti finanziari, già emessi, tra investitori.
[10] Si intende un intermediario che assume compiti di coordinamento e consulenza in un'operazione di collocamento. Tale ruolo può essere svolto da banche di investimento nazionali o estere autorizzate a svolgere tali attività ai sensi del Testo Unico Bancario (D.lgs. 385/1993) o compreso nell'elenco speciale dell'art. 107 del TUF.

- Collocamenti privati riservati ad un numero limitato di soggetti selezionati

In queste due ultime fattispecie, la società in questione non è tenuta a rispettare norme particolarmente restrittive in termini di informativa e trasparenza in quanto, data la professionalità dei destinatari, dovrebbero possedere una conoscenza maggiore nel mondo degli investimenti.

1.1.2 Offerta pubblica di vendita

Per Offerta pubblica di vendita (*secondary offering* [11]), si intende un'operazione che consiste nel collocamento di azioni già esistenti a prezzi e quantità prefissate. In tal caso i proventi dell'operazione non rimangono all'interno della società ma vengono intascati dai vecchi azionisti, ragion per cui le risorse finanziarie a disposizione dell'impresa non aumentano. Come per l'offerta pubblica di sottoscrizione, anche per l'OPV è richiesto l'intervento di uno o più intermediari (spesso banche) al fine di effettuare il corretto collocamento dei titoli azionari.

I benefici principali derivanti da un'offerta pubblica di vendita lanciata da imprese private sono:

- monetizzazione di una porzione del valore del capitale evitando di cederlo in blocco a uno o più soci con cui la convivenza potrebbe risultare difficoltosa;
- miglioramento delle relazioni con stati o enti territoriali per motivazioni strategiche;

L'OPV può essere esercitata anche nell'ottica di privatizzazione di aziende statali o di proprietà di enti territoriali i quali, continuando a detenere una quota azionaria significativa, mantengono un controllo diretto sulla stessa andando a generare cassa al fine di alleggerire il debito pubblico. Uno degli esempi più significativi è rappresentato da ENEL [12].

[11] Termine istituzionale che si traduce in maniera differente a seconda delle giurisdizioni, per esempio nel Regno Unito, un'offerta secondaria è un'*offer for sale* mentre in Italia e un'offerta pubblica di vendita – (Ianotta.G, 2009).

[12] Nel 1999, in un contesto di frequenti privatizzazioni di società pubbliche, ENEL S.p.A si quotò in borsa permettendo allo Stato Italiano di incassare complessivamente 16.55 miliardi di euro.
www.wallstreetitalia.com

1.1.3 Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione

Per offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS), si intende una combinazione delle precedenti, è infatti un'operazione avente ad oggetto azioni già emesse (OPV) e azioni di nuova emissione (OPS). La finalità consiste nella diffusione di strumenti finanziari di una società, una parte dei quali sono emessi in occasione dell'offerta, un'altra in precedenza. Il suo utilizzo è molto frequente quando l'impresa in questione ha la necessità di raccogliere capitali per finanziarie nuovi progetti di sviluppo in concomitanza con gli azionisti che invece desiderano vendere parte delle loro azioni.

In relazione alle modalità di esecuzione dell'operazione e al contributo che deve essere offerto da parte di uno o più intermediari finanziari, si rimanda alle offerte pubbliche di sottoscrizione e alle offerte pubbliche di vendita sopra trattate.

1.2 Processo di quotazione

A seguito della volontà da parte della società di quotarsi in borsa, il processo di tale operazione risulta essere composto da differenti fasi:

- fase preliminare: viene svolta un'approfondita indagine circa la convenienza strategica, finanziaria ed economica dell'operazione. Vengono inoltre scelti gli intermediari finanziari e i consulenti che accompagneranno l'impresa durante il processo di quotazione. Tale *step* termina con il *kick-off meeting* nel quale si deliberano modalità e termini dell'intero processo di *Initial Pubblic Offering;*
- fase iniziale: tale fase inizia con il processo di *due diligence* finalizzato ad

accertare il rispetto dei requisiti formali [13] e sostanziali [14] richiesti per la quotazione. Vengono redatti il prospetto informativo e *l'offering circular* [15] che include una sezione dedicata ai dati finanziari. Dopo aver provveduto alla convocazione del consiglio di amministrazione, dell'assemblea ordinaria e straordinaria, lo *step* termina con la presentazione alla Consob e Borsa Italiana, della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo e di ammissione alla quotazione;

- fase intermedia: essa si svolge nel periodo dell'istruttoria condotta da Consob e Borsa Italiana sulla documentazione prodotta dall'emittente. Oltre alla presentazione della stessa agli analisti finanziari, ha inizio l'attività di *pre-marketing* finalizzata all'individuazione di investitori interessati alla suddetta società quotanda.

  La conclusione di tale fase avviene con il rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana;

- fase esecutiva: qui si conclude il processo di quotazione, viene perfezionata e portata a termine l'offerta e successivamente avviene la negoziazione delle azioni in borsa.

  Durante la suddetta fase:

  - vengono sottoscritti i contratti di collocamento e garanzia per l'offerta pubblica;

[13] Si tratta di requisiti ufficiali, stabiliti dalla Borsa italiana S.p.A. Possono essere ammesse al processo di quotazione tutte le società che abbiano depositato i bilanci negli ultimi tre esercizi annuali, di cui l'ultimo accompagnato da un giudizio di positività da parte di una società di revisione. Le società di recente costituzione o quelle che hanno subito modifiche rilevanti nella struttura patrimoniale, devono produrre:
- "il conto economico e rendiconto finanziario pro – forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione della domanda di ammissione;
- lo stato patrimoniale pro – forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente, la domanda di ammissione qualora la costituzione della società o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data
- ulteriori documenti pro – forma infrannuali"
www.borsaitaliana.it

[14] Si tratta dei requisiti che andrebbero rispettati affinché una quotazione sia di successo. Essi sono individuabili nelle "prospettive di crescita, nella trasparenza, nella contabilità e nell'assetto societario, nella qualità e motivazione del *management*, nella presenza di un *investor relator* interno alla società e nell'adesione ai principi di *corporate governance"*
www.borsaitaliana.it

[15] Nelle offerte di maggiori dimensioni si predispone il cosiddetto Offering Circular, in lingua inglese, destinato agli investitori istituzionali, che presenta contenuti simili a quelli del prospetto informativo. Consente agli investitori di accedere alle informazioni relative ad una nuova emissione e fornisce gli *highlights* del prospetto finale. – (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).

- vengono organizzati incontri, conferenze stampa e *road show* tra emittente e investitori.

Si esegue quindi il processo di fissazione del prezzo definitivo delle azioni (*Pricing*) nonché l'assegnazione delle stesse agli investitori in relazione alle richieste pervenute.

Presupposto di fondo ovviamente, è la redazione da parte della società di un piano industriale [16]. È buona regola inoltre valutare l'applicazione dell'IPO *discount* che ha l'obiettivo di massimizzare la domanda aumentando il possibile rendimento ottenibile dall'investimento. Data inoltre la complessità dell'operazione, influenzata dalle dimensioni dell'emittente e dal settore all'interno del quale la società quotanda si trova, il processo di quotazione necessita di almeno un periodo che va dai 5 ai 6 mesi (Wiley & Sons, 2014).

1.2.1 Pianificazione dell'offerta

Il primo passo verso una quotazione di successo è lo svolgimento di un'attenta analisi volta ad uniformarsi ai requisiti richiesti dal regolamento di Borsa Italiana. Ovviamente sono più o meno rigorosi a seconda del mercato di riferimento, per esempio nel mercato AIM[17] Italia che raggruppa le società di piccole dimensioni, tali vincoli sono meno stringenti rispetto al segmento STAR[18] che raggruppa le

[16] Il piano industriale o, più propriamente *action plan*, è un documento che illustra la volontà del *management* in relazione alle strategie competitive aziendali e agli obblighi strategici nonché mezzo mediante il quale illustrare la stima dei risultati attesi. Generalmente, il suddetto piano redatto secondo la migliore prassi, dovrebbe contenere:
- la strategia conseguita ed il relativo posizionamento competitivo raggiunto sottolineando su quali *key value drivers* ha fatto leva;
- la strategia che la società si impegna ad attuare in futuro;
- prospetti comprensivi di dati economici, patrimoniali nonché flussi di cassa;
- definizione del sistema di incentivazione legato agli obiettivi di performance.
(Wiley & Sons, 2014)

[17] Il segmento AIM Italia, è un segmento di mercato dedicato alle imprese di piccole dimensioni, dinamiche, in cerca di capitali per finanziarie strategie di crescita. I requisiti necessari sono:
- richiesta di un flottante minimo indipendente pari almeno al 10%;
- presentazione di un documento di ammissione contenente informazioni circa l'attività della società, *management,* azionisti e dati economici – finanziari seguendo il modello relativo al prospetto informativo previsto dal regolamento 809/2004/CE;
- presentazione di almeno un bilancio di esercizio redatto secondo i principi nazionali o IAS/IFRS, certificato da una società di revisione;
- pubblicazione dei dati semestrali e annuali.
www.borsaitaliana.it

[18] Il segmento STAR raggruppa le PMI con caratteristiche di eccellenza in cerca di incrementare la loro visibilità

società che capitalizzano da quaranta milioni ad un miliardo di euro e che sono tenute a soddisfare obblighi di *governance*, liquidità e trasparenza. Il regolamento di Borsa Italiana prevede quattro ambiti all'interno dei quali devono avvenire gli adeguamenti:

- sistemi di *corporate governance*: per quanto concerne le società interessate ad affacciarsi al mercato MTA[19], si fa riferimento al codice di autodisciplina emanato nel 2011 dal comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana nei confronti del quale le società non sono obbligate ad aderire ma che può supportarle nell'apportare dei cambiamenti tali da raggiungere un'adeguatezza completa. Discorso differente per quanto riguarda la quotazione sul mercato AIM Italia che non prevede obblighi stringenti in relazione ai sistemi di *governance* da adottare;
- struttura organizzativa: anche in questo caso, per le imprese interessate al mercato MTA si fa riferimento al codice di autodisciplina sopra citato così come per quelle interessate al segmento AIM Italia le quali non sono assoggettate a requisiti particolarmente vincolanti;
- sistemi di pianificazione strategica: è bene evidenziare, in relazione a tali sistemi, come le imprese che intendono quotarsi siano obbligate a presentare un piano industriale per il quale si farà garante lo *sponsor* [20], affinché siano chiare le strategie orientate alla massimizzazione del valore per gli azionisti in un'ottica di medio – lungo periodo;
- sistemi di controllo di gestione: il regolamento di Borsa Italiana richiede che

internazionale. Sono obbligate a rispettare requisiti stringenti quali:
- richiesta di un flottante minimo indipendente del 35%;
- presentazione del piano industriale e del documento SCG finalizzato alla descrizione del sistema di controllo di gestione della società quotanda;
- presentazione di almeno tre bilanci di esercizio redatti secondo i principi nazionali o IAS/IFRS, certificati da una società di revisione;
- pubblicazione dei dati trimestrali, semestrali e annuali.
www.borsaitaliana.it

[19] Per MTA si intende il mercato di Borsa Italiana che raggruppa tre segmenti differenti di società:
- segmento *Blue Chip* dedicato a tutte quelle imprese con capitalizzazione maggiore ad 1 miliardo di euro;
- segmento *Star* che riguarda le società la cui capitalizzazione è compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro oltre ad adempiere ad obblighi di liquidità, trasparenza e *corporate governance*;
- segmento Standard per le imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, senza però essere sottoposti a particolari vincoli.
www.borsaitaliana.it

[20] Per *sponsor* si intende un intermediario con il compito di affiancare la società emittente durante l'intero processo di quotazione, garantire l'affidabilità del *business plan* e facilitare gli incontri con gli investitori –. (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012)

le società adottino un sistema di controllo di gestione coerente con le dimensioni e con le caratteristiche produttive della società per una duplice funzione:

- fornire un supporto fondamentale e rilevante affinché si raggiunga la massimizzazione del valore per gli azionisti;
- trasmettere al mercato informazioni sull'andamento aziendale veritiere, corrette e aggiornate costantemente, consentendo agli investitori di compiere scelte consapevoli.

Durante il processo di quotazione si consolida progressivamente anche la valutazione della società in vista della quotazione. Inizialmente avviene la predisposizione della valutazione preliminare denominata *pitch.* Essa rappresenta il momento in cui la società, insieme all'*advisor* [21] finanziario che l'assiste, seleziona uno o più intermediari finanziari che l'accompagneranno durante il processo. Le banche d'affari, al fine di ricevere l'incarico di *global coordinator,* presentano la loro proposta, accompagnata da una valutazione preliminare circa la società quotanda. Tale valutazione, non tenendo conto del piano industriale ed essendo antecedente alla fase di *due diligence,* rappresenta il valore meno accurato tra tutti quelli determinati durante il processo di quotazione, motivo per il quale, durante la scelta dell'intermediario finanziario, la società dovrebbe dare importanza più alla qualità dello stesso piuttosto che basarsi sul valore proposto, poco significativo prima del confronto con il mercato (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).

Definito il *team* di consulenti che affiancherà la società durante l'intero percorso di quotazione, si dà inizio all'esecuzione dell'*Initial Public Offering.* La stessa quindi, assistita dal *team* selezionato, inizia la fase di pianificazione dell'operazione individuando le attività da eseguire, le modalità nonché la *timetable* del processo.

[21] *L'advisor* è un consulente nominato per affiancare la società nelle operazioni di finanza straordinaria. È necessario quando l'emittente non dispone dell'*expertise* necessario per condurre tale processo in completa autonomia. Ha inoltre un ruolo proattivo nella scelta dello *sponsor* e del *global coordinator* – (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012)

1.2.2 Preparazione e strutturazione dell'offerta

Come esposto pocanzi, con il *kick off meeting*[22], si avvia il processo di quotazione. Più precisamente, con esso, si dà inizio alla fase di *due diligence,* eseguita dai Global coordinator, dalla banca sponsor, dalla società di revisione in collaborazione con il *management*, dai consulenti e, se presente, dall'*advisor*, con il fine ultimo di comprendere in maniera dettagliata il *business* dell'azienda, di svolgere un'analisi accurata del piano industriale, di verificare la correttezza delle informazioni incluse nel prospetto informativo e di verificare l'adeguatezza dei requisiti formali e sostanziali richiesti per poter essere ammessi alla quotazione.
Tale fase inoltre, è essenziale poiché avviene la stesura del prospetto informativo ovvero del documento ufficiale tramite cui la quotanda effettua l'offerta al pubblico, il cui contenuto, oltre ad informare in maniera veritiera e corretta il mercato, prevede che i soggetti responsabili della contenutistica del prospetto, rispondano di eventuali danni subiti dall'investitore nell'ipotesi in cui egli abbia fatto ragionevolmente affidamento sulla veridicità e correttezza di contenuti non corretti. Pertanto, parte rilevante del documento, è rappresentata dall'analisi dei fattori di rischio connessi all'operazione i quali possono essere legati al settore di appartenenza dell'emittente e alle caratteristiche di quest'ultima. A seguito della preparazione della documentazione necessaria, inizia la fase istruttoria presso Borsa Italiana e Consob. L'obiettivo fondamentale è quello di ottenere il nulla osta da parte degli organi di controllo affinché le azioni possano essere ammesse alla negoziazione. La durata media della fase, nell'ipotesi in cui l'emittente presenti l'intera documentazione richiesta senza ritardi, è di due - tre mesi al termine dei quali Borsa Italiana può accettare o rigettare[23] la domanda; nel caso in cui emani il provvedimento di ammissione, il processo terminerà con il nulla

[22] È letteralmente il "calcio d'inizio" dell'*Initial Public Offering,* prevede infatti l'incontro di tutte le risorse coinvolte nel processo di quotazione al fine di allinearle circa finalità, risultati attesi, tempistiche e modalità – (Ianotta.G, 2009)
[23] Ai sensi del regolamento della Borsa Italiana, le casistiche in cui essa può rigettare la domanda di ammissione sono:
- "presenza di caratteristiche dello strumento finanziario tali per cui si ritiene che non si possa formare un mercato regolare;
- l'emittente, avendo già emesso altri strumenti finanziari ammessi alla quotazione, risulta inadempiente agli obblighi connessi alla quotazione stessa;
- presenza di fatti e dati idonei a pregiudicare gravemente la situazione e l'andamento della gestione dell'emittente;
- la situazione dell'emittente al momento dell'ammissione alla quotazione è tale da rendere la stessa contraria all'interesse degli investitori, con riferimento, in particolar modo, a gravi squilibri nella struttura finanziaria."
www.borsaitaliana.it

osta da parte della Consob e con la pubblicazione del prospetto informativo affinché sia resa nota al pubblico.

Possiamo distinguere diverse fattispecie di *due diligence,* rilevanti ai fini del processo di quotazione quali:

- *due diligence* finanziaria: consiste in un'analisi volta all'individuazione e valutazione dei punti di forza e delle vulnerabilità finanziarie osservando aspetti come il patrimonio, i flussi di cassa e gli utili. Si esamina il piano industriale, al fine di accertare il rispetto dei requisiti di sostenibilità finanziaria, così come i sistemi operativi, con particolare attenzione verso quelli di gestione e di reporting;
- *due diligence* commerciale e *business due diligence:* esse sono strettamente connesse tra di loro poiché convergono entrambe all'analisi di mercato. In particolare nella prima ci si concentra sulla negoziabilità dell'azienda, avviene quindi un'analisi legata ai fornitori, alle tipologie di contratti stipulati con gli stessi e all'efficienza della catena di distribuzione, ci si chiede chi sono i maggiori concorrenti e qual è la loro *value proposition.* La *business due diligence* invece si spinge oltre, analizza le caratteristiche e le criticità del mercato, evidenzia i *drivers* della domanda e dell'offerta nonché i punti di forza e di debolezza della società rispetto ai *competitors.* Non da meno è l'analisi circa l'esperienza, la qualità del *management* e i sistemi di remunerazione a loro connessi;
- *due diligence* contabile: al di là della verifica, in termini di correttezza e veridicità delle principali voci di conto economico e stato patrimoniale nonché delle analisi dei bilanci, in riferimento ai principi contabili adottati dalla società, la *tax due diligence,* rileva anche gli sviluppi finanziari futuri;
- *due diligence* legale: è un'attività di controllo con il fine di verificare l'adempienza della società quotanda a tutti gli obblighi previsti dalla legge. È orientata a tutti gli aspetti di natura legale che normano la società *target* con l'obiettivo di evidenziare problematiche relative allo statuto, all'atto costitutivo, ai libri sociali e contabili nonché la contrattualistica che regola i rapporti con fornitori, clienti, dipendenti etc… Generalmente le attività di *due diligence* legale posso essere riassunte in due fasi di lavoro:
    - fase preliminare durante la quale viene stesa la lettera d'incarico

rivolta ai soggetti che dovranno svolgere la suddetta attività, una *check list* concernente i documenti necessari ai consulenti e l'eventuale regolamento di *data room*[24]*;*

- fase operativa nella quale i consulenti incaricati analizzano e raccolgono informazioni mediante interviste e *form*.

Al termine dell'attività di DD legale, le risultanze vengono trascritte in un *report* necessario per valutare la convenienza e i rischi dell'operazione;

- *due diligence* fiscale: tale attività ha lo scopo di accertare la situazione fiscale dell'impresa quotanda mediante la verifica di dichiarazioni fiscali, condoni, versamenti, contenziosi tributari etc…
- *due diligence* ambientale: si verifica l'adeguatezza, da parte della società intenzionata a quotarsi, alle normative ambientali. Assume, a tal proposito, una rilevanza particolare la valutazione delle sostanze adottate durante la fase di produzione ove quest'ultima sia presente.

Appurato che le analisi che vengono compiute nell'attività di *due diligence*, oltre a verificare il rispetto dei requisiti formali e sostanziali necessari per l'ammissione alla quotazione, consentono di redigere un prospetto informativo che descrive la situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società, permettono di stimare, con maggior precisione rispetto al momento del *pitch*, un *range* di prezzo della stessa basandosi su valutazioni più dettagliate, dati contabili storici e prospettici nonché sul posizionamento dell'impresa in confronto ai *competitors* più rilevanti, da cui dipenderà il prezzo di quotazione delle azioni. Attraverso la valutazione quindi, viene posto l'obiettivo di determinare il *fair value* della quotanda, sulla base del quale ricavarne il prezzo di quotazione (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).
Al termine della fase di *due diligence*, inizierà la fase esecutiva del processo di quotazione la quale sarà affrontata dettagliatamente nei prossimi paragrafi.

1.2.3 Fase di pre - marketing

[24] La *data room* è letteralmente il luogo fisico all'interno del quale si trovano le documentazioni rilevanti nell'ambito dell'emissione/collocamento di strumenti finanziari ma generalmente si è solti indicare con tale termine, la procedura tramite cui la società presenta un maggior controllo del processo di accesso, revisione e utilizzo dei documenti – (Cumming & Johan, 2018).

Durante la fase di pre – marketing, la società effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali, che porta alla definizione di un primo intervallo indicativo di prezzo. A seguito dell'ottenimento del nulla osta da parte degli organi di controllo con conseguente ammissione delle azioni alla negoziazione, inizia la fase esecutiva del processo di *Initial Public Offering* che si esplicherà nel collocamento del titolo dell'emittente sul mercato. È in tale fase che vengono eseguite le attività di *marketing* finalizzate ad attrarre gli investitori e a convincerli delle prospettive di crescita del titolo. Per far ciò, un ruolo determinante è svolto dal consorzio di collocamento [25] il quale, affiancherà l'impresa emittente nella promozione e collocazione delle azioni. Tale consorzio, composto da intermediari finanziari il cui numero dipende dalle dimensioni dell'offerta, presenta partecipanti con specifiche responsabilità, compiti e retribuzioni, i quali vengono coinvolti nel processo, in momenti differenti in funzione del loro grado di *seniority*. Essi hanno il compito di partecipare proattivamente alla stesura del suddetto piano; più precisamente gli attori con maggior *expertise*, tra tutti i *bookrunner* [26], saranno coloro che coordineranno l'intero processo e che verranno coinvolti per l'intera durata di quest'ultimo.

In aggiunta all'individuazione degli azionisti trainanti l'offerta, alla fornitura di informazioni utili e verificabili agli investitori affinché prendano le decisioni in maniera consapevole e alla creazione delle condizioni tali per cui si mantenga un certo interesse per la società in momenti post-collocamento dei titoli azionari ovvero nell'*aftermarket*, il piano *marketing* è indubbiamente fondamentale per comprendere la potenziale appetibilità dell'*equity story* [27] e per ottenere un primo *feedback* sul valore della quotanda.

Successivamente alla presentazione dell'*equity story* da parte della società

[25] È un sindacato composto da un complesso di intermediari finanziari il cui fine è quello di provvedere al collocamento di strumenti finanziari per conto della società emittente. Principalmente, presenta una duplice finalità:
- consente alle società di contattare i potenziali acquirenti dei titoli;
- svolge la funzione di consulente specializzato sulle modalità e tempistiche di emissione.
www.borsaitaliana.it

[26] Il *bookrunner* è un intermediario che si occupa dell'operazione di *bookbuilding* durante il processo di collocamento. Tale attore raccoglie gli ordini di acquisto e sottoscrizione proposti dagli investitori, grazie ai quali riesce a stimare le curve di domanda e di offerta dei titoli e quindi a determinare il prezzo di collocamento – (Ianotta.G, 2009)

[27] Per *equity story*, si intende uno strumento mediante il quale si fornisce una chiara ed efficacie visione dell'azienda ai potenziali investitori e del perché quest'ultimi dovrebbero investire nella stessa. Deve evidenziare il potenziale di crescita e il piano strategico della società emittente sottolineando il posizionamento sul mercato dell'impresa in relazione ai competitors – (Bendig, Brettel, & Schmidt, 2018).

emittente e conseguentemente all'indagine circa la sua attrattività, gli analisti finanziari del consorzio di collocamento, svolgono una propria indagine sul titolo offerto dalla quotanda al fine di comprendere la situazione economica - finanziaria della società in quanto fattori preponderanti nell'influenzare le scelte degli investitori. Al fine di fornire le informazioni rilevanti agli analisti, viene organizzata la cosiddetta *analyst presentation* [28], che contiene un'analisi dettagliata dell'azienda, del business e delle strategie di crescita nonché una presentazione della struttura e della tempistica dell'offerta.

La suddetta ricerca si pone di:

- descrivere l'*equity story*, evidenziando punti di forza e di criticità dell'impresa;
- fornire informazioni a supporto delle motivazioni che hanno spinto l'analista finanziario a determinare quel *range* di prezzo [29] che solitamente presenta un'ampiezza del 20-25%, dove il prezzo minimo costituisce una sorta di margine di sicurezza a difesa di eventuali *shock* del mercato, il valore medio una valutazione che il mercato attribuisce alla quotanda, in relazione ai *feedback* raccolti e il prezzo massimo che invece indica il prezzo cui la società aspira a collocare gli strumenti finanziari sul mercato;
- semplificare il lavoro dei soggetti incaricati di contattare i potenziali investitori per pubblicizzare e diffondere l'offerta (*road show*).

Il ruolo dell'analista finanziario non è da sottovalutare; infatti oltre a garantire che le indagini eseguite siano frutto di analisi accurate e corrette, potrebbe incentivare le compagini istituzionali ad avvicinarsi all'offerta generando un effetto a cascata anche sulle altre tipologie di investitori. È bene inoltre che goda di un'ottima reputazione in quanto è un soggetto capace di influenzare la performance dell'intera operazione di quotazione (Lombardo.S, 2011).

[28] L'analyst presentation è un particolare momento durante il processo di quotazione che consente agli analisti finanziari di ricevere molteplici informazioni circa le caratteristiche fondamentali della società – (Ianotta.G, 2009)
[29] Il *range* di prezzo è considerato il punto di riferimento per gli investitori, sulla base del quale orienteranno le loro decisioni e anche per la fase di *bookbulding* ovvero della raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali e non.
www.borsaitaliana.it

Appurata la conclusione della ricerca svolta dagli analisti finanziari, la stessa dovrà essere consegnata ai potenziali investitori durante una serie di incontri informali che costituiscono il cuore della fase di pre-*marketing* al fine di comprendere la reazione del mercato verso l'*equity story* dell'emittente; risolvere eventuali perplessità dei potenziali investitori antecedentemente agli incontri ufficiali con essi durante la fase di *road show*; perfezionare la pianificazione degli incontri *face to face* durante il *road show* ed ottenere un *feedback* circa il *range* di prezzo che si intende proporre. A seguito della pubblicazione dell'indagine, gli analisti finanziari sono obbligati a non violare il *black out period* ovvero sono tenuti a non divulgare altri studi sulla quotanda fino a quaranta giorni dopo la chiusura dell'offerta. Tale fase è definita *investors education* e costituisce l'inizio della *price discovery* [30]. Tutti gli attori coinvolti quindi, devono comprendere l'importanza di tale fase in quanto rappresenta il momento chiave per rendersi conto se l'operazione possa avere successo o meno.

Ricapitolando, gli obiettivi della fase di pre – *marketing* sono:

- promozione dell'*equity story*;
- comprendere la valutazione del mercato circa la quotanda e la sua offerta;
- focalizzarsi sugli azionisti più rilevanti che faranno da traino per quelli più modesti;
- individuare gli investitori idonei cui presentare il *management*;
- prevedere la possibilità da parte del mercato di assorbire l'intera offerta;
- avviare il processo di *price discovery* al fine di identificare il *range* di prezzo all'interno del quale si collocherà il prezzo effettivo di quotazione;
- garantire una gestione eccellente della *road show* e che il *management* sia pienamente capace di gestire eventuali criticità connesse a tale fase;

Evidenziati gli aspetti più rilevanti nonché gli obiettivi di questo *step*, con particolare attenzione rivolta alla capacità di riuscire a restringere ulteriormente il *range* indicativo di prezzo, la fase di pre - *marketing* dà avvio alla fase conclusiva

[30] Per *price discovery,* si intende un meccanismo il cui scopo consiste nella determinazione del prezzo di uno strumento finanziario in funzione delle informazioni detenute dagli attori coinvolti nel processo di scambio. Nel caso in cui tale meccanismo non fosse funzionale durante *l'investors education*, il range potrebbe essere definito anche durante la fase di *road show*. – (Brogaard, Hendershott, & Riordan, 2014)

del processo di quotazione che prevede *road show, pricing e allocation.*

1.2.4 Fase di offerta

Ottenuto il nulla osta da parte degli organi di controllo e successivamente alla pubblicazione del prospetto informativo, inizia l'attività di *marketing* vera e propria, che nei riguardi degli investitori istituzionali, si concretizza in una *road show* nelle principali piazze finanziarie, mentre verso il pubblico si traduce in una battage durante la quale vengono fornite indicazioni per la determinazione del prezzo finale. Durante il *road show,* il *top management* della società, maggiormente coinvolto rispetto alla fase di *investors education*, esegue una serie di incontri con i potenziali investitori interessati a sottoscrivere l'offerta presentando le caratteristiche di quest'ultima. Rappresenta un momento cruciale poiché, per la prima volta, gli investitori incontrano e interloquiscono direttamente con il *management* della società emittente generalmente costituito dall'amministratore delegato, direttore finanziario e direttore generale, al fine di approfondire particolari aspetti dell'offerta di loro interesse; a tal riguardo, vista l'importanza di illustrare *l'equity story* in maniera convincente da parte del *top management*, da cui dipenderà il successo dell'operazione, sia *l'advisor* finanziario sia il *global coordinator* svolgono un attività di *training* nei loro confronti al fine di dimostrare le migliori modalità di conduzione di tali *meeting* (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).

Durante tale fase, si avvia il processo di raccolta delle offerte degli investitori interessati all'acquisto dello strumento finanziario in essere, distinguendo tre differenti modalità:

- *fixed price offering*: tramite tale tipologia di offerta, la società emittente determina il valore fisso al quale le azioni sono offerte agli investitori. Alla determinazione del prezzo segue il collocamento delle azioni, il quale può subire delle modifiche in termini di incremento rispetto a quanto contenuto nel prospetto informativo, nel caso in cui ci sia un eccesso di domanda;
- *auction*: mediante l'asta pubblica, gli strumenti finanziari vengono assegnati attraverso un processo di raccolta delle offerte tramite cui si esprime la quantità di interesse del singolo investitore e il prezzo che quest'ultimo offre. Generalmente

viene adottata nelle casistiche in cui il numero di investitori è molto elevato e a garanzia di un alto grado di competizione e trasparenza;

- *bookbuilding*: è una tecnica adoperata in larga scala in tutto il mondo. Al riguardo è obbligatorio distinguere la *fixed price bookbuilding*, che consisteva nel rendere noto il prezzo definitivo prima del periodo di adesione, adottata fino al 1999, e la *open price bookbuilding* che invece consiste nella raccolta delle adesioni antecedentemente alla fissazione del pezzo effettivo da parte del coordinatore per cui gli investitori decidono di aderire o meno all'offerta senza disporre della conoscenza del prezzo effettivo del collocamento.

È gestita dal *global coordinator* il quale inserisce nel *book* istituzionale [31] gli ordini di acquisto e sottoscrizione, disposti in relazione all'offerta, dimensione o priorità temporale. Come precedentemente descritto, avviene la definizione di un *range* di prezzo nei confronti del quale gli investitori possono scegliere se aderirvi o meno, dichiarando inoltre il limite della loro offerta. In tal modo, è possibile costruire la curva di domanda che lega ai singoli prezzi i volumi richiesti, necessaria per fissare il prezzo effettivo cui avverrà il collocamento, frutto della negoziazione tra impresa emittente e responsabile di quest'ultimo. Pertanto è bene sottolineare come il *bookbuilding* sia un processo interattivo tra società quotanda, *global coordinator* e gli investitori stessi e, per tale ragione, possa essere inteso come una modalità mediante la quale sia possibile ridurre l'asimmetria informativa tra i differenti attori coinvolti, riuscendo a diminuire drasticamente il rischio di fallimento del collocamento, spesso manifestatosi quando il prezzo fissato dall'emittente risulta essere maggiore rispetto a quello che il mercato si propone di pagare.

Sia la fase di *marketing* sia il processo di *bookbuilding*, rivestono un ruolo cruciale nel successo dell'operazione di collocamento degli strumenti finanziari e, più in generale, per l'intera *Initial Public Offering*.

[31] Per *book* istituzionale, si intende un sistema elettronico all'interno del quale si raccolgono tutti gli ordini di acquisto e sottoscrizione degli investitori istituzionali. Al riguardo si distinguono tre tipologie di offerte:
- *strike bid* che contiene esclusivamente la quantità di azioni richieste, senza far riferimento al prezzo che gli investitori sono disposti a spendere;
- *limit bid* mediante la quale l'investitore indica il prezzo massimo che è disposto a pagare per la quantità richiesta rischiando però di non vedersi assegnata nessun'azione nel caso in cui la sua offerta sia inferiore al prezzo effettivo della stessa;
- *step bid* che consiste nel far indicare all'investitore il prezzo che è disposto a pagare per differenti quantità di azioni. Facendo ciò, esprime una propria curva di domanda sulla base del prezzo e della quantità.
(Cornelli & Goldreich, 2001)).

Il prezzo definitivo viene comunicato agli investitori successivamente alla fase di adesione all'offerta.

Sulla determinazione di esso inoltre incidono una serie di fattori quali:

- quantità di azioni domandata e di quanto, ove verificato, la domanda supera l'offerta;
- prezzo dello strumento finanziario rispetto a quello dei principali *competitors*;
- *performance* del settore di appartenenza della società emittente;
- percentuale di incontri *one to one* poi concretizzati in ordini.

Il *pricing* è quindi uno *step* molto delicato che necessita di accuratezza e nel momento in cui lo si svolge; inoltre gli attori responsabili del collocamento tenteranno di determinare il prezzo definitivo quanto più vicino possibile al massimo del *range* fissato nel periodo di *bookbuilding*. Per verificare che la suddetta fase sia stata eseguita nella maniera corretta, è necessario osservare la *performance* del titolo nei primi giorni di negoziazione sul mercato secondario. A seguito della fissazione del prezzo, inizia la fase di *allocation,* con la quale si conclude il processo di quotazione. In quest'ultimo momento sia la società emittente, cui spetta l'ultima parola circa le decisioni di allocazione, sia il responsabile del collocamento, devono essere in grado di garantire un'efficiente distribuzione del titolo considerando aspetti quali distribuzione geografica [32], qualità degli investitori e orizzonte temporale dell'investimento, quest'ultimo maggiormente rilevante rispetto agli altri in quanto se le azioni fossero detenute dagli investitori di lungo termine, probabilmente sul mercato secondario l'offerta scarseggerebbe e dunque si verificherebbe un forte squilibrio tra domanda – offerta. Definito il prezzo effettivo, esso deve essere comunicato alla Consob e Borsa Italiana S.p.A, oltre a doverlo riportare nel prospetto finale, per poi avviare la negoziazione delle azioni sul mercato secondario una volta aver eseguito le ultime verifiche di *due diligence* (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012).

[32] A tal proposito merita una menzione, l'opzione *clawback* la quale, oltre a prevedere il trasferimento delle azioni dal pubblico *retail* agli investitori istituzionali qualora la domanda non abbia raggiunto un livello soddisfacente per la prima categoria di soggetti, può essere applicata al fine di trasferire parte dell'offerta da un'area geografica all'altra affinché risponda ai differenti livelli di adesione dell'offerta. – (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012)

Una volta chiarite fasi e modalità necessarie affinché sia realizzato un processo di quotazione di successo, nonché l'importanza di eseguire le stesse con estrema accuratezza coinvolgendo attori con un *expertise* di rilievo, si giunge all'analisi dei costi – benefici legati all'operazione di IPO, affrontati nei paragrafi successivi.

1.3 Principali benefici connessi ad un'IPO

Chiarite le modalità mediante le quali è possibile eseguire un processo di quotazione e le fasi che devono essere svolte per assicurarlo, bisogna porsi una domanda: quali vantaggi è possibile ottenere dall'*Initial Public Offering*? La risposta appare tutt'altro che banale. L'accesso al capitale di rischio al fine di finanziare gli investimenti rappresenta uno dei fattori maggiormente rilevanti per lo sviluppo strategico aziendale, soprattutto per le imprese di piccole dimensioni.

Come discusso nei paragrafi precedenti, la quotazione è un'operazione di particolare complessità, una delle scelte più importanti nella vita di una società, per questo deve essere attentamente valuta, così come i rischi ad essa legati. Pertanto il processo di quotazione può essere svolto da tutti ma non è per tutti.

Gli effetti della quotazione sono stati oggetto, e lo sono tutt'ora, di ricerca sin dalla seconda metà del ventesimo secolo; al riguardo *The theory of the firm: agency costs di Jensen & Meckling* basata sul paradigma del rapporto *principal – agent* e sul ruolo del mercato come fattore rilevante nell'incrementare/diminuire i costi di agenzia sostiene che, con esso, si garantisce maggior trasparenza e visibilità per la società emittente. Una corrente di pensiero sostiene che, grazie a tali effetti, si riescono a minimizzare gli *agency costs* massimizzando la *performance;* differenti studiosi invece affermano che i *manager* sarebbero incentivati a ridurre esternalità negative a scapito della crescita di lungo periodo. A tal proposito, Porter nel 1992 sostiene che nelle società quotate avviene la creazione di incentivi perversi andando a ricompensare maggiormente i *manager* più esperti nell'alterazione degli aspetti finanziari rispetto a coloro che generano valore.

Come detto poc'anzi, i benefici derivati dal processo di quotazione si dividono in economico – finanziari e gestionali – operativi.

1.3.1 Benefici finanziari

I benefici finanziari legati al processo di quotazione di un'impresa, riguardano la struttura finanziaria della stessa, ossia i vantaggi derivanti dall'ottenimento di nuovi mezzi finanziari utili alla continuazione dell'attività aziendale, nell'ipotesi di offerta pubblica di sottoscrizione. Al riguardo, la quotazione consente di accedere direttamente ad un nuovo canale di finanziamento rappresentato proprio dalla Borsa. Essa permette di ampliare le fonti di finanziamento in termini qualitativi nonché la diversificazione delle stesse in termini quantitativi, ridurre il rischio del credito, l'indebitamento [33] e l'onerosità di quest'ultimo grazie all'incremento della reputazione sia presso le istituzioni creditizie nazionali sia internazionali.

Tutto ciò consente, grazie al miglioramento dei rapporti di patrimonializzazione per effetto dell'aumento di capitale generato dalla quotazione, di poter attrarre sin da subito nuovo indebitamento. Il costo medio ponderato delle risorse finanziarie si riduce notevolmente grazie all'incremento della forza contrattuale nei confronti dei fornitori di tali risorse, questo perché, come espresso nei paragrafi sopra riportati, quando ci si quota, incrementa sia la trasparenza sia la visibilità (Di Lazzaro & Musco, 2015).

Quanto sostenuto finora, fa da impulso al *management*, ne incrementa il senso di responsabilità nei confronti del mercato e degli azionisti e determina una sempre maggior motivazione volta a migliorare la performance societaria.

In conclusione, l'ausilio del mercato al fine di raccogliere liquidità per finanziarie nuovi progetti, strategie di crescita o semplicemente per assicurare la continuità aziendale, risulta essere una valida alternativa rispetto al ricorso alle banche, anche se ciò determina una cessione parziale della proprietà aziendale.

Ultimo beneficio che la quotazione in borsa comporta, è l'acquisizione di una nuova moneta di scambio rappresentata proprio dalle azioni che si trova ad emettere.
Con il *listing* infatti, le stesse, possono essere scambiate sul mercato ed adottate

[33] La riduzione dell'indebitamento determinato dall'aumento di capitale dovuto all'IPO, prende il nome di ristrutturazione finanziaria. Essa rende più sostenibile il debito e, data la maggior quota di capitale, è possibile richiedere prestiti a tassi di interesse migliori. – (Di Lazzaro & Musco, 2015).

come mezzo di pagamento per le operazioni di M&A in sostituzione o a supporto di una parte *cash*, consentendo quindi di poter eseguire operazioni di finanza straordinaria anche con una quantità di liquidità limitata.

1.3.2 Benefici operativi

I vantaggi di natura gestionale – operativa, riguardano gli aspetti del *business* dell'impresa come operazioni di *marketing*, relazioni con clienti, fornitori etc… Sono quindi vantaggi intangibili della quotazione, come l'incremento della credibilità – reputazione che la borsa consente di attribuire alla società quotata in termini di *brand image* e *status* societario, in quanto è come se la inserisse in una sorta di *élite* che ha attenzione e considerazione da parte dei media nazionali e internazionali.
Quotarsi in borsa viene inteso come uno strumento di *marketing* mediante il quale si valorizza la credibilità e l'affidabilità della società, si incrementa l'*appeal* da parte dei clienti verso la stessa poiché sinonimo di certificazione della qualità ed infine si riescono a migliorare le relazioni con i fornitori mediante le maggiori garanzie fornite.
L'*Initial Public Offering*, deve essere intesa come una leva di *marketing* tramite cui diffondere il *brand*, superare il problema dell'*home bias*[34] degli investitori e acquisire nuovi soci i quali contribuiscono al miglioramento della gestione operativa nonché all'incremento del *know-how* e delle *best practices.*

Non ultima in termini di importanza, è la maggior attrattività di una società quotata stessa per il *management*, il quale la preferirà rispetto ad una società familiare per motivazioni legate alla possibilità di far carriera, alla crescita culturale ma soprattutto alla tipologia di remunerazione che, nella maggior parte dei casi, svolge un ruolo di *retention* dei migliori talenti.

A tal riguardo, possono essere proposti meccanismi remunerativi di incentivazione del *management* orientati al lungo termine quali:

- *stock option*: prevede, a coloro cui vengono assegnate, il diritto di

[34] Con il termine *home bias* si intende l'attitudine degli investitori ad investire esclusivamente nei titoli nazionali le cui cause sono da ricercare nella presenza di asimmetrie informative, limitazioni normative o elevati costi di transazione. – (Heeho, Seong-Hoon, & Yongku, 2015)

sottoscrivere una quantità di azioni ad un prezzo predeterminato, entro una data futura. Gli elementi cardine sono:

- *strike price* ovvero il corrispettivo da versare per ottenere le azioni;
- periodo di *vesting* ovvero il tempo che intercorre tra il momento dell'assegnazione e dell'esercizio dell'opzione;
- periodo di esercizio ossia il tempo entro il quale deve essere esercitato il diritto.

Il beneficio si ottiene nel caso in cui il prezzo corrente dell'azione risulta essere maggiore dello *strike price*, generando un guadagno dall'esercizio;

- *restricted share*: consistono nell'assegnazione di azioni senza condizioni di performance; con tale strumento il *manager* sarà incentivato ad agire durante il periodo di *vesting* su tutte le variabili capaci di incrementare il valore del titolo;
- *performance share:* sono come le *restricted share* aggiungendo però un vincolo sulla *performance,* la cui mancata soddisfazione, non dà diritto all'assegnazione. I principali vantaggi sono indubbiamente la semplicità in termini di collegamento con le prestazioni individuali, minor volatilità e la generazione di *pay – out* meno elevati.
- *phantom option*: mediante le quali l'impresa assegna una quantità di azioni "fantasma", per un arco temporale predeterminato. Ogni unità segue il valore dei titoli esistenti e, al termine del periodo di *vesting,* si riconosce *cash* una remunerazione pari al valore corrente dei titoli virtuali. Il principale vantaggio è dato dall'assenza di modifiche della proprietà societaria che non viene alterata dallo strumento.

In conclusione, la società quotata viene vista come una vetrina all'interno della quale mostrare le proprie qualità, il proprio *know – how* e, proprio grazie alle politiche di remunerazione sopra esposte, stimolare il *management* a massimizzare la generazione di valore per gli azionisti (Boccardelli & Fontana, 2015).

1.4 Costi connessi alla quotazione

Come illustrato nei precedenti paragrafi, il processo di quotazione risulta essere un'operazione di grande rilevanza strategica, che incrementa la visibilità nazionale e internazionale della società quotanda, generando un effetto a cascata sulla credibilità, affidabilità e stabilità della stessa. A fronte dei benefici finanziari e non, riportati nel paragrafo precedente, è fisiologico il sostenimento dei costi al fine di assicurare il successo del processo di quotazione. Pertanto gli oneri legati direttamente e indirettamente all'IPO devono sempre essere considerati unitamente ai benefici derivanti dal suddetto processo, tra tutti la possibilità di accedere a ingenti quantità di capitali difficilmente reperibili mediante i mezzi tradizionali.

Dunque, ai fini della valutazione circa la convenienza dell'IPO, è fondamentale distinguere gli oneri in due categorie differenti: oneri indiretti al processo di quotazione i quali riguardano i costi generati dallo *status* di società quotata comprendendo, per esempio, le modifiche e gli adeguamenti che l'emittente apporta alla struttura e ai sistemi di gestione del controllo e gli oneri diretti al processo di quotazione i quali invece si riferiscono ai costi espliciti connessi allo svolgimento dell'*Initial Public Offering* come, per citarne alcuni, le spese legate all'ingresso sul mercato regolamentato, le somme necessarie per assicurare la continuità delle negoziazioni e gli oneri legati all'autenticazione dei bilanci (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

1.4.1 Costi diretti

I costi diretti dell*'Initial Public Offering* costituiscono l'ammontare totale delle spese che la società deve sostenere per completare le fasi preliminari e propedeutiche al processo di quotazione e alla quotazione stessa. Indubbiamente un primo costo che si sostiene è rappresentato dalle spese consulenziali.

Come riportato nei paragrafi sopra esposti, per garantire un processo di quotazione di successo, è richiesta un'approfondita analisi circa le caratteristiche proprie della società prossima all'IPO, del settore di appartenenza della stessa nonché delle regole a cui deve sottostare.

Pertanto, è doveroso eseguire l'attività di *due diligence*, trattata dettagliatamente nel paragrafo 1.2.2, con il sostegno di figure competenti. Tali versamenti corrisposti

alle società di consulenza e revisione possono discendere da differenti circostanze quali per esempio la durata dell'attività di consulenza; l'ampiezza delle attività di comunicazione finanziaria e di sostegno all'*investor relations* etc…

Al riguardo si distinguono:

- consulenze strategiche contabili: sono offerte da società di consulenza che affiancano la società quotanda nella redazione del piano strategico e, in particolare, nelle decisioni critiche della stessa, quali: in che modo espandere il proprio *business*; scelta se lanciare un nuovo prodotto o costituire una nuova *business unit*; come consolidare la propria posizione sul mercato; in che modo differenziarsi dai *competitors* in termini di *value proposition* etc…
- consulenze contabili: sono svolte da società di revisione e supportano la società nell'inserimento dei dati economici, finanziari e patrimoniali nel prospetto informativo, oltre al cambio dei principi contabili utilizzati per la redazione del bilancio qualora fosse richiesto.

  In aggiunta alle mansioni sopra esposte, si occupano di revisionare i bilanci.
- consulenze legali: in accordo con il *global coordinator* e con l'*advisor* finanziario, tale incarico viene affidato a studi legali con un elevato *know – how* nei processi di quotazione. Il consulente legale, affianca la società emittente nella fase preliminare, nella *due diligence*, durante l'istruttoria e nella fase esecutiva del processo, in particolare occupandosi della redazione del prospetto informativo e dell'adeguatezza della struttura organizzativa e delle procedure di *corporate governance* rispetto ai requisiti richiesti dalla normativa applicabile;
- consulenze di comunicazione: riguarda l'assistenza per l'insieme delle comunicazioni al fine di informare i media e la comunità finanziaria circa le attività della società quotanda. A tal proposito, tale società di consulenza offre il proprio servizio a sostegno del *management* al fine di individuare obiettivi e messaggi da trasferire agli interlocutori *target* per accrescere l'*appeal* della società in questione; gestisce le relazioni con i media allo scopo di illustrare esaustivamente le caratteristiche rilevanti dell'operazione; offre supporto nella programmazione di una campagna pubblicitaria per l'offerta nonché nella preparazione di un piano di comunicazione via internet (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Un secondo costo riguarda le spese relative al collocamento delle azioni che sono corrisposte agli intermediari finanziari selezionati dalla società. Come discusso precedentemente, la modalità migliore per garantire il successo dell'operazione consiste nel farsi assistere da una banca di investimento [35] che potrebbero anche prendersi il rischio di sottoscrivere interamente l'operazione (in tal caso si parla di consorzio di garanzia). Le attività svolte dai soggetti incaricati sono remunerate con una commissione definita in relazione al controvalore dei titoli collocati, pertanto, trattandosi di un'azione ad alto rischio, la commessa percepita dal consorzio di banche, sarà compresa tra il 3% e 7% (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Circa le commissioni per le attività di sottoscrizione e collocamento, distinguiamo:

- *management fee*[36]: riguarda la commessa attribuita per l'attività di gestione e pianificazione del consorzio di collocamento;
- *underwriting fee*: riguarda l'importo dovuto per la prestazione di garanzia assicurato dalla banca d'investimento circa la sottoscrizione dei titoli;
- *selling fee*: commessa attinente l'attività di vendita dei titoli eseguita dagli intermediari distributori;
- *success fee*: commissione versata dalla società quotanda al *global coordinator* in relazione al conseguimento degli obiettivi prefissati e al successo dell'operazione;
- *termination fee*: versamento proporzionale alla quota di completamento del processo di quotazione nella casistica in cui ci sia stata rinuncia da parte della società interessata alla quotazione (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

In aggiunta agli oneri sopra esposti, la società emittente sosterrà:

- costi legati alla comunicazione finanziaria con particolare attenzione verso la

[35] La banca in questione assumerà il ruolo di *lead underwriter* e, trattandosi di un'operazione ad alto rischio in quanto consiste nel garantire con la propria liquidità che l'intero pacchetto azionario venga collocato sul mercato, la commissione che andrà a percepire si aggirerà tra il 3% e 7% della raccolta finale.
www.borsaitaliana.it

[36] La *management fee* spesso include la *sponsorship fee* la quale riguarda "l'ammontare richiesto per l'adempimento degli obblighi dello *sponsor* previsti nel regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana".
www.borsaitaliana.it

pubblicità istituzionale e informativa obbligatoria: sono spese riguardanti la pubblicizzazione della società emittente sulle maggiori testate giornalistiche la cui somma viene influenzata dalla popolarità di quest'ultima e dalla tipologia di pubblicità richiesta in relazione alla fase del processo di quotazione in cui la società si trova;

- oneri legati alla comunicazione finanziaria, più nel dettaglio pubblicazione e stampa del prospetto informativo: i servizi di stampa e grafica dei documenti finanziari devono essere eseguiti da specialisti capaci di assicurare riservatezza, tempestività nella consegna e velocità di esecuzione;
- spese relative alle *road show;* nella fase in cui l'azienda presenta l'operazione a tutti i soggetti interessati all'investimento, i costi da sostenere riguardano i viaggi, gli alberghi e l'organizzazione degli incontri.

1.4.2 Costi indiretti

A differenza dei costi diretti che, come precedentemente trattato, riguardano le spese da sostenere affinché venga eseguito il processo di *Initial Public Offering*, i costi indiretti riguardano gli oneri da sostenere dopo la quotazione, connessi allo *status* della società ormai quotata.
A tal proposito distinguiamo tre differenti tipologie di costi sostenuti dalla quotata nel corso della sua vita sul mercato:

- *investors relations* e documenti societari: successivamente all'IPO, la società coinvolta deve necessariamente garantire al pubblico la divulgazione di un flusso continuo di documenti e informazioni quali dati trimestrali, semestrali e annuali; comunicazioni ufficiali accessibili ai soci etc… necessarie affinché quest'ultimi compiano le proprie scelte di voto durante le assemblee. In conclusione la loro stesura, nonché produzione, richiede spese relative al personale, organizzative e di mantenimento;
- perdita di vantaggio competitivo a causa della maggior trasparenza richiesta: appurata la questione di come l'IPO imponga, alla società coinvolta nel processo, di rispettare norme particolarmente stringenti in termini di informativa e trasparenza, il procedimento di quotazione obbliga la stessa a rendere note informazioni riservate al *core business* aziendale, sui clienti e

fornitori. Pertanto la pubblicazione delle suddette notizie si traduce in un costo implicito al processo stesso in quanto l'azienda quotata potrebbe perdere vantaggio competitivo a seguito dell'accesso facilitato dei competitors a tali informazioni;

- disincentivo a prefissarsi obiettivi di lungo periodo: a seguito della divulgazione dei dati trimestrali e semestrali, il *management* potrebbe concentrarsi al perseguimento di obiettivi di breve periodo al fine di conservare visibilità sul mercato di riferimento. In particolare potrebbero stimolare la crescita dei ricavi e profitti nel breve periodo a scapito di investimenti onerosi al fine di espandere l'azienda. Dunque il disincentivo verso obiettivi di lungo periodo rappresenta un rischio di azzardo morale [37]dei *manager*, e pertanto, può compromettere la strategia aziendale causando da un lato la perdita di opportunità vantaggiose per l'azienda e per gli *stakeholder*, dall'altro favorendo speculatori a breve termine e vantaggi personali degli amministratori.

1.5 Soggetti coinvolti nel processo di quotazione

Come trattato nei precedenti paragrafi, il processo di approvazione alla quotazione richiede una serie di attività volte alla costituzione di specifiche condizioni organizzative interne all'azienda, alla valutazione delle prospettive economiche – finanziarie con conseguente comunicazione alla comunità finanziaria nonché all'ottimizzazione delle caratteristiche del *business model* aziendale. Pertanto le società quotande si avvalgono dell'ausilio di differenti attori che l'affiancheranno per l'intero processo di quotazione i quali, al fine di massimizzare il successo dell'operazione, opereranno in *teamwork* (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Al riguardo si distingue:

- *global coordinator*: il coordinatore dell'offerta, rappresentato da una o più banche di investimento nazionali o estere, è il responsabile del processo di

[37] Per *moral hazard*, si intende l'attitudine di un soggetto o di una collettività ad assumere un rischio notevolmente elevato le cui conseguenze positive conducono ad un vantaggio a chi l'ha assunto al contrario delle conseguenze negative che invece ricadono su terze persone. – (Gherardi.L, Il senso delle parole).

collocamento delle azioni sul mercato della società emittente, oltre ad essere il soggetto predisposto a svolgere funzioni di supporto informativo e consulenziale alla stessa e ai suoi azionisti circa gli aspetti di tale processo. Più nel dettaglio, il *global coordinator* realizza una serie di studi/analisi circa la fattibilità dell'operazione al fine di fornire al *management* e agli azionisti un valore indicativo riguardo il capitale economico della società. In caso di esito positivo, insieme ai legali, revisori e altri *advisors*, esegue l'attività di *due diligence.* In aggiunta, gestisce le relazioni tra società emittente, società di gestione del mercato e Consob, la quale svolge la funzione di autorità di vigilanza. Grazie al suo ruolo di coordinatore, il *global coordinator* risulta essere presente in tutti i momenti dell'operazione, dalla costituzione e direzione dei consorzi di collocamento che, come esposto nei paragrafi precedenti, sono costituiti da istituzioni finanziarie nazionali e/o estere, al supporto nella redazione del prospetto informativo, al *pre-marketing*, all'organizzazione del *road show* sia nel paese nazionale sia in quello estero, all'attività di *bookbuilding*, alla determinazione del prezzo effettivo dell'offerta sino ad arrivare all'attività di monitoraggio e di stabilizzazione, durante il periodo post quotazione (Draho.J, 2004).

Pertanto, il coordinatore dell'offerta fa da guida per quanto riguarda il collocamento dei titoli sul mercato e influenza la domanda degli stessi attraverso il *pricing* e l'attività di *marketing* presso gli investitori istituzionali. In conclusione, un'adeguata capacità di *underwriting*, una rete di distribuzione ampia ed estesa e la maestria nel collocare i titoli a prezzi il più possibile vicini alla valutazione post – collocamento, incidono positivamente nell'ottimizzazione del processo di quotazione nonché nella riduzione dei costi indiretti;

- *sponsor:* è rappresentato da un intermediario finanziario, normalmente uno dei *global coordinator* che fa da garante alla società emittente, oltre ad assistere l'impresa per l'intero processo di quotazione, circa la qualità, l'esattezza e la completezza delle informazioni disponibili nonché della correttezza del processo stesso. Può accadere che assuma il ruolo di *specialist* supportando la società anche nel periodo post – quotazione. Generalmente, lo *sponsor*, che in funzione delle nuove modifiche regolamentari deve configurarsi come *lead manager* dell'offerta pubblica, durante la quotazione,

ha l'obbligo di fornire a Borsa Italiana una serie di garanzie relative alla società quotanda quali: completezza della documentazione fornita dall'impresa durante l'istruttoria; comprensione da parte dell'emittente degli obblighi derivanti dall'IPO; esistenza di un efficiente sistema di controllo e gestione interno all'azienda; esecuzione delle operazioni di collocamento presso il pubblico e gli investitori istituzionali adottando le *best practices* internazionali.

Le operazioni che invece lo *sponsor* ha l'obbligo di svolgere per almeno un anno post – quotazione riguardano la pubblicazione di due analisi finanziarie circa la società quotata e la pianificazione di incontri tra *management* della stessa e comunità finanziaria (Draho.J, 2004);

- *financial advisor*: si configura come quel consulente che affiancherà la società quotanda per l'intero iter procedurale relativo al processo di quotazione andando, per l'appunto, a svolgere le seguenti attività: supporto e assistenza nella scelta dello *sponsor*, del coordinatore dell'offerta, dei legali nonché della società di comunicazione al fine di ottenere le migliori condizioni contrattuali per l'impresa adeguando tali selezioni alla professionalità degli attori richiesti; coordinamento delle relazioni tra azienda emittente e consulenti coinvolti nel processo (logicamente maggiore è la complessità del collocamento tanto più importante sarà la rilevanza dell'*advisor*); sostegno nella redazione del prospetto informativo; determinazione del valore del capitale economico della stessa il quale dovrà essere confrontato con quello definito dal *global coordinator* e/o *sponsor* nonché individuazione, in accordo con quest'ultimo, del prezzo effettivo di offerta; supporto nella preparazione della documentazione da presentare agli analisti sia nella fase preliminare sia durante i *road show* (Draho.J, 2004);
- *legal advisor:* la funzione principale di tali soggetti è quella di affiancare la società e tutti gli attori coinvolti nell'IPO circa gli aspetti di natura legale e normativa della quotazione oltre ad interagire con Consob e Borsa Italiana. Data l'importanza del consulente legale, la nomina per la copertura di tale incarico sarà affidata, con il supporto dell'*advisor*, ad attori di fiducia dell'impresa quotanda nonché con un *expertise* di rilievo, il cui numero

dipende dalla complessità [38] dell'operazione stessa. Andando più nel dettaglio, sarà proprio compito: la preparazione della documentazione circa le decisioni degli organi sociali chiamati a deliberare sull'ipotesi di quotazione; redazione della *due diligence* legale solitamente composta da due parti dove la prima consiste nella verifica dei libri sociali, la seconda nella redazione di un *report* circa la struttura societaria; supervisione nella redazione del prospetto informativo nonché stesura dello stesso per quanto riguarda le informazioni generiche sull'emittente, sugli organi sociali e riguardo il capitale sociale e i fattori di rischio; stesura della documentazione necessaria per avviare l'iter di quotazione come la domanda di ammissione alle negoziazioni presso Borsa Italiana e la comunicazione alla Consob della volontà di procedere con l'investimento; redazione dell'*offering circular* e degli *underwriting agreements* [39] e della *legal opinion* ovvero la certificazione del *good standing* della società; affiancamento e supporto nella realizzazione, in termini di *corporate governance*, di quanto richiesto dai codici di autodisciplina delle imprese quotate (Draho.J, 2004);

- società di revisione: essa normalmente si occupa della stesura di una relazione nella quale viene espresso un giudizio circa il bilancio d'esercizio. Tale società generalmente, prima di affiancare la società quotanda nel processo di quotazione, è la stessa che esegue l'attività di certificazione dei bilanci negli anni precedenti alla decisione di quotarsi, in particolare si occupa di revisionare il bilancio d'esercizio della futura quotata e, ove presente, il bilancio consolidato del gruppo; revisione contabile dei dati patrimoniali ed economici annuali e infrannuali; disamina dei libri contenenti i verbali delle assemblee dei soci, CDA e del collegio sindacale nonché accertamento della fedeltà tra i dati economici, finanziari e patrimoniali inseriti nel prospetto informativo. Oltre alle attività di mera revisione, la società che riceve tale incarico sarà responsabile della supervisione dell'intero prospetto informativo con particolare focus circa il capitolo concernente i dati

[38] È bene evidenziare come nella casistica in cui oltre all'offerta pubblica italiana e al collocamento in Italia e Europa, sia incluso un collocamento anche negli USA, il numero di *legal advisor* sarà pari a quattro.
www.borsaitaliana.it

[39] Per *underwriting agreements* si intendono una serie di contratti che legano l'emittente e le capofila del consorzio di collocamento riguardanti l'adempimento alla sottoscrizione dei titoli non collocati durante la fase di offerta.
www.borsaitaliana.it

economici – finanziari della quotanda; assistenza nella redazione di una *comfort letter* contenente una dichiarazione di veridicità e correttezza dei dati e documenti posti sotto analisi durante la fase di *due diligence* (Draho.J, 2004);

- società di comunicazione: la suddetta società svolge un'attività di rilevanza strategica fondamentale, è responsabile infatti della gestione dell'attività di *marketing* al fine di garantire visibilità alla quotanda sul mercato. Il contributo risulta essere particolarmente evidente per le PMI poiché si riesce a valorizzare l'*equity story* presso gli investitori istituzionali e *retail*.

  La società di comunicazione opera con continuità e costanza, dal periodo pre – offerta delle azioni al pubblico sino alle fasi successive, pertanto le sue attività possono essere distinte in funzione del momento in cui viene eseguito il servizio.

  Al riguardo si distingue l'attività di comunicazione che viene svolta precedentemente alla quotazione il cui intento risulta essere quello di informare la comunità finanziaria e i media sulle attività della quotanda. Sempre in quest'ottica, viene offerta consulenza al *management* nella definizione degli obiettivi e in modo da accrescere l'*appeal* dell'azienda nei riguardi degli investitori; si supporta lo stesso nella pianificazione delle relazioni con i media economici e finanziari affinché si generi un flusso informativo costante che spieghi le caratteristiche del processo; si definisce una campagna pubblicitaria per l'offerta, un piano di comunicazione interna ed eventualmente, via internet.

  Per quanto concerne l'attività di organizzazione del *road show* la società di comunicazione, in accordo con il coordinatore dell'offerta e con lo *sponsor*, si occupa della scelta della *location* in cui svolgere l'incontro con la comunità degli investitori nonché della logistica dell'evento, dell'organizzazione del video di presentazione dell'azienda, degli interventi dei relatori, della conferenza stampa e, se previsto, del *road show* all'estero, in quest'ultimo caso tramite il sostegno di *partner* esteri della società di comunicazione stessa.

  Infine, nella casistica in cui la società di comunicazione svolga la propria attività nella fase successiva all'offerta, sarà responsabile di veicolare i comunicati stampa della società ai media, pianificare incontri *one to one* con

gli analisti finanziari e con i giornalisti specializzati (Draho.J, 2004);

- *specialist*: si configura come un intermediario finanziario che svolge attività di *market making*, di sostegno alla liquidità del titolo della società appena quotata mediante un *book* di negoziazione all'interno del quale saranno presenti le proposte di acquisto e vendita a prezzi e quantità previste dai regolamenti di Borsa Italiana.

  Principalmente, sarà proprio compito programmare gli incontri tra comunità finanziaria e il *management* della società neo – quotata oltre alla pubblicazione di due analisi finanziarie l'anno circa la condizione societaria nonché brevi analisi da presentare durante gli eventi aziendali (Draho.J, 2004);

1.6 Confronto tra direct lisitng e IPO

Nel mondo di oggi, le società necessitano di maggior flessibilità e trasparenza per soddisfare le esigenze dei clienti e del mercato. La quotazione in borsa si configura indubbiamente come una soluzione efficace ma *l'Initial Public Offering* non rappresenta l'unico percorso valido verso l'accesso al mercato azionario. Sempre più società adottano la quotazione diretta o *direct listing* (in inglese) per approdare sul mercato borsistico.

Per *direct listing* o offerta pubblica diretta, si intende un processo mediante il quale l'azienda vende le azioni direttamente al pubblico, senza l'ausilio di intermediari finanziari. Con tale modalità di quotazione, la società non emette nuove azioni ma procede con la vendita di quelle già in circolazione.

Il *direct listing* viene adottato da tutte quelle società che vogliono conseguire una serie di obiettivi che difficilmente sarebbero raggiunti con un tradizionale processo di IPO, per esempio, l'offerta di maggior liquidità per gli attuali azionisti senza la necessità di raccogliere capitali e senza le restrizioni imposte dagli accordi di *lock-up* [40], fornire l'accesso illimitato a tutti gli acquirenti e venditori delle azioni della società che applica tale processo di quotazione, permettendo loro la vendita immediata delle azioni dopo la quotazione ed infine condurre il processo con la massima trasparenza

[40] Gli accordi di Lock-up, generalmente, limitano le vendite aggiuntive di azioni al di fuori dell'IPO da parte di alcuni azionisti esistenti e dell'emittente per 180 giorni dopo l'avvenuta quotazione

consentendo l'individuazione dei prezzi guidata dal mercato (Jaffe, Rodgers, & Gutierrez, 2018).

La società che ha spianato la strada al processo di quotazione diretta fu *Spotify*, nel 2018, che approdò sul mercato azionario tramite la metodologia in questione. Il sevizio musicale presentava un marchio fortemente riconosciuto a livello mondiale e stava attraversando un periodo di forte crescita, motivazioni che l'hanno spinta ad attuare l'operazione in questione. Per permettere il *direct listing* di *Spotify*, il NYSE ha dovuto apportare una serie di modifiche alla regolamentazione, approvate dalla SEC, che stabilisse le modalità mediante le quali determinare il prezzo di negoziazione di apertura in assenza di sottoscrittori e un prezzo IPO.

Pertanto deliberarono che l'emittente avrebbe dovuto affiancarsi di un consulente finanziario il quale avrebbe interagito con il *market-maker* designato dal NYSE per determinare il prezzo di apertura, che non si sarebbe basato sul processo di *bookbuilding* ma piuttosto sugli ordini di acquisto e di vendita nella fase di pre apertura (Lopez, Karpf, & Grannis, 2020).

Una seconda modifica delle regole stabilite dal NYSE, riguardava i requisiti sulla base dei quali stabilire se una società abbia o meno un flottante pubblico sufficiente ai fini della quotazione. Per l'IPO, il NYSE richiede una dimostrazione che il flottante pubblico superi i 40 milioni di dollari, per la quotazione diretta la soglia è di 250 milioni di dollari.

Pertanto le modifiche delle regolamentazioni apportate dal NYSE e approvate dalla SEC, oltre alla quotazione diretta di *Spotify* e *Salck*, hanno aperto la strada al *direct listing* enfatizzando il suo ruolo di valida alternativa al processo di quotazione convenzionale (Sornborger, 2021)

A differenza della tipica IPO, non esiste un'offerta di una determinata quantità di azioni ad un prezzo di offerta pubblica specificato; viene invece stabilito un prezzo di apertura che riflette il saldo degli ordini di acquisto e vendita. Un'altra differenza riguarda l'assenza dei sottoscrittori e dei relativi costi a loro associati.

Pertanto la società che applica la quotazione diretta, non è obbligata nella definizione di un prezzo di debutto dello strumento finanziario e riesce ad evitare i costi di sottoscrizione, motivo per il quale risulta essere meno onerosa rispetto ad una tradizionale *Initial Public Offering.*

A fronte di tali vantaggi economici però, tale modalità comporta alcuni rischi [41] sia per l'impresa sia per gli investitori: non c'è infatti garanzia per quanto concerne la vendita delle azioni; non è possibile esercitare l'opzione greenshoe [42] e sono quindi presenti meno argini contro la volatilità dei prezzi, anche a causa dell'assenza dei sottoscrittori i quali si assumerebbero il rischio connesso alla rivendita delle azioni o eseguirebbero strategie di stabilizzazione.

Confrontando le due operazioni, nell'offerta diretta, il *road show* [43] può essere abbreviato e il prezzo di apertura non si basa sul processo di *bookbuilding* [44], che porta ad un prezzo di offerta pubblica iniziale, ma piuttosto su ordini di acquisto e vendita pre-apertura e sulla comprensione da parte del consulente finanziario della proprietà delle azioni ordinarie in circolazione. Inoltre il direct listing consente alla società che lo applica, di ottenere i benefici derivanti dalla quotazione senza dover sostenere i maggiori costi associati ad un processo tradizionale, connessi per esempio alle elevate commissioni pagate alle banche di investimento o i costi indiretti della vendita delle azioni a sconto (Nickerson.B, 2019).

In conclusione, la quotazione diretta è simile all'IPO poiché entrambe sono finalizzate alla quotazione di una società con conseguente negoziazione dei titoli su una borsa valori. Resta il fatto che, pur essendo una valida alternativa all'IPO, non è certamente un processo applicabile da tutti gli emittenti. Si adatta ad imprese ben capitalizzate, che non necessitano di raccogliere capitale aggiuntivo, di grandi dimensioni in fasi di crescita avanzate, con una forte brand image e un modello di business facilmente comprensibile (Lopez, Karpf, & Grannis, 2020).

Sicuramente i rischi/limiti connessi a tale operazione sono presenti ma di particolare

[41] Tuttavia, pur in presenza di tali avversità, sia il *New York Stock Exchange (NYSE*) sia il *Nasdaq*, negli ultimi anni, si sono comportati in maniera favorevole affinché venga stimolata la raccolta di liquidità tramite il *direct listing* – (Nickerson.B, 2019).

[42] Con il termine *greenshoe,* si intende una disposizione che consente al sottoscrittore il diritto di vendere un quantitativo di azioni maggiore rispetto a quanto stabilito con l'emittente qualora la domanda si riveli essere elevata – (Nickerson.B, 2019)

[43] Con il termine *road show* si intendono una serie di incontri nelle principali piazze finanziarie tra i rappresentanti dell'emittente e i membri della comunità finanziaria per presentare *l'Initial Public Offering* e raccogliere le adesioni degli investitori istituzionali – (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012)

[44] Con il termine *Bookbuilding,* si intende una fase organizzata e gestita dal *global coordinator* circa il raccoglimento di tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione degli investitori istituzionali. Tali ordini possono essere espressi in numero di azioni oppure in controvalore per ognuno dei quali viene indicato il prezzo limite imposto dall'ordinante cosicché sia possibile costruire la curva di domanda che espone la relazione tra singoli livelli di prezzo e i diversi volumi richiesti – (Taulli.T, High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders., 2012)

rilevanza è il commento di *Goldman Sachs "We believe that allowing for multiple pathways for private companies to achieve an exchange listing will enable and encourage more companies to participate in public equity markets in the United States, providing public investors a broader array of attractive investment opportunities"* (2020).

Capitolo secondo – Modelli matematici di calcolo di una Initial Public Offering

In questo secondo capitolo dell'elaborato si tratteranno le modalità più frequentemente adottate per la determinazione del valore di un'azienda e, conseguentemente, per la fissazione del prezzo definitivo delle azioni che la stessa si accinge ad emettere. La scelta delle suddette tipologie e l'abilità nella corretta stima del valore aziendale, determinano il successo o il fallimento del processo di quotazione, della quotanda e della reputazione degli attori coinvolti; pertanto un'*Initial Public Offering* ben riuscita sarà decisiva nell'incrementare l'affidabilità degli stessi, soprattutto dei *bookrunner*, essendo loro i soggetti preposti per l'esecuzione della fase di *pricing* e *allocation*.

In particolare hanno il compito di fissare il prezzo dell'offerta evitando le situazioni di:

- sottostima dell'offerta: nella casistica in cui il prezzo della stessa risulti essere particolarmente basso, l'adesione da parte degli investitori sarà notevole con conseguente assenza di titoli invenduti ma con l'emittente che risulterà essere insoddisfatto in quanto si ritroverà una percentuale di proprietà inferiore senza un'adeguata remunerazione;
- sovrastima dell'offerta: nel caso in cui il *bookrunner* sovrastimi il prezzo dell'offerta, indi per cui sia presente una quantità di titoli invenduti, potrebbe verificarsi il ritiro della stessa con conseguente mancanza, da parte dell'emittente, del capitale richiesto.

Inoltre sono responsabili della gestione e monitoraggio del processo di quotazione della società.

Dunque si evince la complessità che si trova dietro tale attività di individuazione e fissazione del prezzo, questo perché, oltre alle sgradite conseguenze sopra esposte, non è possibile prevedere la reazione del mercato all'avvenuta quotazione a causa dell'assenza di una storia pregressa circa il valore dei titoli della quotanda.

Appurata l'importanza che i soggetti coinvolti svolgano le suddette fasi nella maniera più accurata possibile e la delicatezza delle stesse, si vuole passare in rassegna le modalità di determinazione del prezzo di offerta dei titoli, di determinazione del valore aziendale e, non per ultimi, i fenomeni di *overpricing* e

underpricing.

2.1 Asta pubblica

Una prima modalità per la determinazione del prezzo delle azioni per una società prossima alla quotazione consiste nell'*auction method*. Esso si configura come quel sistema mediante il quale *global coordinator* e la società emittente fissano, a distanza di una settimana dalla data dell'*Initial Public Offering,* un prezzo minimo. Successivamente gli investitori indicano il prezzo limite disposti ad offrire e la quantità di loro interesse per poi venire a conoscenza del prezzo definitivo e massimo[45] dell'offerta, frutto di una diligente negoziazione tra borsa nazionale, *global coordinator* e società quotanda (Womack & Derrien, 2003).
La tipologia di calcolo dell'IPO sotto analisi in questo paragrafo, può anche avvenire in assenza di attori esterni ma esclusivamente tramite l'ausilio di algoritmi informatici automatizzati che consentono l'incontro tra domanda e offerta, rispettando i parametri di prezzo – quantità precedentemente stabiliti; in questo caso si parlerà di *online – based auction mechanism.*

Si evidenzia come il metodo basato sull'asta arrivi ad identificare il prezzo effettivo dei titoli della società prossima alla quotazione mediante la rivelazione della domanda, punto in comune con il *bookbuilding approach*, che sarà trattato nei paragrafi successivi.
Pertanto, in ragione di questa comunanza con l'*auction method*, il *bookbuilding* viene anche definito "metodo di asta imperfetto" (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Con riguardo all'oggetto di analisi di tale paragrafo, distinguiamo due differenti configurazioni:

- *single price auction* tramite la quale tutti i soggetti coinvolti pagano il medesimo prezzo per acquisire le azioni prossime all'emissione;

[45] L'obiettivo della fissazione del prezzo massimo risiede nell'eliminazione di tutte le offerte considerate irrealistiche poiché ben al di sopra del prezzo stabilito. Il fine è quello di stimolare gli investitori a preparare offerte in funzione della valutazione che hanno dell'azienda.

- *discriminatory price auction* in base al quale, proprio in virtù del nome, vengono effettuate delle distinzioni tra i differenti investitori, ragion per cui gli stessi risponderanno diversamente l'uno dall'altro per il prezzo offerto.

Appurate le caratteristiche essenziali dell'*auction method* nonché le differenti soluzioni adottabili a discrezione della società emittente, è bene sottolineare come, con il passare del tempo, tale metodologia sia stata pian piano sostituita dal *bookbuilding approach* che nasce e risulta essere la modalità più adottata negli Stati Uniti e in Europa.

Nel recente passato infatti la metodologia basata sull'asta era molto frequente nel Sol Levante a tal punto da renderla obbligatoria, fino però al 1997; in Francia, così come in gran parte d'Europa, si vide una crescita esponenziale delle aste poiché la migliore in termini di controllo del fenomeno dell'*underpricing*[46] (Biais & Faugeron-Crouzet, 2002), tesi contrastante e opposta a quanto sostenuto pochi anni prima da Loughran e Welch[47].

2.1.1 Metodo dell'asta online: caso Google

Il metodo basato sull'asta *online* è stato adottato per la prima volta durante l'era delle *dot-com*[48], al fine di mitigare il differenziale eccessivo tra il prezzo delle offerte e di apertura durante i primi giorni di quotazione. La prima asta *online* fu eseguita nel Febbraio del 1999 tramite la piattaforma *OpenIPO.com*, sviluppata da *William Hambrecht*, co-fondatore della banca d'investimenti *Hambrecht & Quist*.

Cinque anni più tardi, nel lontano 19 Agosto 2004, *Google LLC* si affacciò al

[46]Per *underpricing* si intende l'incremento che il prezzo subisce durante il primo giorno di negoziazione. La causa può riscontrarsi nella sottovalutazione del mercato durante la fase di collocamento delle azioni. – www.wallstreetitalia.com.

[47]Essi infatti sostenevano come tale metodologia incrementasse il livello di *underpricing* e di come, lo stesso, sempre a seguito dell'applicazione del metodo basato sull'asta, fosse difficilmente controllabile in termini di volatilità durante le fasi di *hot market.* Welch in particolare, dimostrò empiricamente nel suo studio del 1992 "*A theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Infomational Cascades*" che tale sistema comportava lo scaturire del cosiddetto fenomeno dell'*information cascades,* in risposta al quale, le imprese sottoprezzavano volontariamente le azioni affinché si creasse un'ambiente favorevole e si diffondesse un'opinione positiva tra gli investitori riguardo l'emittente.

[48] Con il termine *Dot-com* si intende l'insieme di quelle aziende, il cui *business* era improntato su siti *web* e *internet*, protagoniste in negativo alla fine xx secolo in quanto, sottovalutando gli indicatori di bilancio tradizionali, generarono una vera e propria corsa agli investimenti con conseguente supervalutazioni delle azioni e, successivamente, fallimento della maggior parte di esse.
www.wallstreetitalia.com

mercato borsistico quotandosi al *NASDAQ*[49].

Durante il processo di *Initial Public Offering* optò, destando particolare sorpresa, la metodologia sopra esposta con l'intento di diminuire drasticamente l'apprezzamento dell'offerta durante il primo giorno di quotazione, fenomeno particolarmente frequente con le altre modalità. La riduzione al minimo di tale apprezzamento aveva come finalità la volontà di evitare la presenza dei cosiddetti "soldi rimasti sul tavolo", rappresentati dal differenziale tra prezzo di apertura e di offerta, questo perché i beneficiari dell'aumento di prezzo sarebbero stati i sottoscrittori ai quali erano state assegnate le azioni, piuttosto che la società emittente delle stesse.

Pertanto *Google LLC* preferì l'*online auction method* proprio per ricevere proventi che rappresentassero nella maniera più accurata possibile il valore aziendale (Hensel.N, 2005).

I dati però evidenziarono altro e infatti, pur avendo un prezzo di offerta pari 85$, il prezzo di apertura fu di 100$, riflettendo un incremento del 18%. Come si evince dalla tabella 1 sotto esposta, tale differenza tra prezzo di offerta e di apertura, è stata maggiore rispetto all'incremento generale delle IPO tradizionali nel 2004; nell'82% dei casi si assiste ad un differenziale notevolmente minore.

COMPARISON OF OFFER-TO-OPEN PERCENTAGE PRICE INCREASES ACROSS ALL SIC CODES AND WITHIN GOOGLE'S SIC CODES BEFORE AND AFTER GOOGLE'S DEBUT

	IPOs issued in 2004		IPOs issued between December, 2004 mid-August, 2004 (pre-Google)		IPOs issued between mid-August, 2004 and January, 2004 and (post-Google)	
Percentage of IPOs issued across all SIC codes which had smaller offer-to-open price increases than Google	82%	(247/303)	83%	(152/184)	80%	(95/119)
Percentage of IPOs issued in the SIC 7370s that had smaller offer-to-open price increases than Google	70%	(14/20)	70%	(7/10)	70%	(7/10)
Percentage of IPOs issued in SIC 7375 that had smaller offer-to-open price increases than Google	60%	(3/5)	50%	(1/2)	66%	(2/3)

Note: This table shows the percentage of IPOs that had smaller offer-to-open price increases than Google on their first day of trading. The IPOs include new issues across all SIC codes, within Google's three-digit SIC code, and within Google's four-digit SIC code. The IPOs are also divided into new issues debuting during 2004, debuting prior to Google's debut (between January, 2004 and August 17, 2004), and debuting after Google's debut (between August 19, 2004 and December 31, 2004).
Source of underlying data: Thomson Financial.

Tabella 1: Nayantara Hensel, 2005, Business Economics

[49] L'acronimo *NASDAQ* sta per *National Association of Securities Dealers Automated Quotation.* Fondato nel 1971 a New York, consiste in un indice che raggruppa le maggiori aziende Americane operanti nel settore informatico e tecnologico.
www.wallstreetitalia.com

Il prezzo di *Google*, nei giorni successivi alla quotazione, è incrementato notevolmente, sino a toccare i 317,80$ il 21 luglio 2005, mostrando quindi un apprezzamento significativo del 186,8% rispetto al prezzo di offerta; tali fatti dimostrano come l'*online auction method* non abbia valutato nella maniera corretta il prezzo della società stessa.

I critici più accaniti rigurdo l'IPO di *Google* sostenevano inoltre che la metodologia applicata era stata un fallimento in quanto il numero delle azioni da vendere all'asta pubblica era diminuito da 25,7 a 19,6 milioni e la fascia di prezzo target era passata da 108-135 a 85-95. Questa diminuzione però ebbe un effetto positivo per l'azienda poiché gli investitori reagirono come se *Google* fosse "in saldo" andando a generare un desiderio di acquisto e conseguentemente una pressione al rialzo che fece beneficiare tutti i soggetti che avevano tenuto le azioni fino all'aumento sostanziale di prezzo, i co-fondatori/amministratore delegato e, per ultima, la società di capitali coinvolta nel finanziamento di *Google* alla quale erano state assegnate azioni vincolate fino alla scadenza del periodo di blocco (Hensel.N, 2005).

Pertanto, la valutazione errata del prezzo di offerta iniziale, generò un'esternalità positiva per azionisti della società emittente in quanto fondatori e investitori di capitale di rischio, detenendo un numero elevato di azioni, beneficiarono dell'aumento del prezzo del titolo vendendo in un secondo momento azioni a prezzi molto maggiori rispetto a quelli dell'IPO.

In conclusione, il metodo basato sull'asta *online* concede ai piccoli investitori di partecipare all'*Initial Public Offering* riducendo quindi il predominio degli investitori istituzionali; d'altro canto, i primi potrebbero non disporre di tutte le informazioni necessarie per valutare l'IPO in maniera corretta in quanto non autorizzati ad accedere alle fonti di cui invece dispongono i secondi e perché le aziende applicanti tale metodologia, non sono tenute a divulgare le informazioni circa il processo *online* proprio perché non soggette al controllo da parte delle banche di investimento.

2.2 Bookbuilding e forchetta di prezzo

Passato in rassegna il primo criterio di calcolo dell'IPO, è doveroso analizzare il *bookbuilding approach* che risulta essere il metodo di *price finding* maggiormente adottato dalle imprese prossime alla quotazione.

Il suddetto approccio consiste nella creazione di un libro detto *book* all'interno del quale sono raccolte le offerte degli investitori istituzionali indicanti quantità, prezzo delle azioni e data. Sulla base dei dati rinvenuti all'interno del *book*, il *global coordinator*, disegnano una curva di domanda rappresentante l'interesse degli investitori verso l'oggetto dell'offerta per determinare il prezzo dell'IPO.

È proprio in questo processo che tali intermediari ricoprono un ruolo di rilevanza fondamentale avendo notevole discrezionalità, tant'è che possono stabilire diverse modalità di allocazione; si parla di *pitchbook view* quando il processo di allocazione risulta essere destinato ai *buy and hold investors*[50], *academic view* quando invece si concretizza nei confronti di tutti gli investitori che hanno indicato la propria valutazione sullo strumento emesso dalla società quotanda ed infine di *profit-sharing view* secondo cui si privilegeranno gli investitori che gli garantiranno le commissioni maggiori (Loughran & Ritter, 2004).

Entrando più nel dettaglio, il *bookbuilding approach* risulta essere una metodologia caratterizzata da un coinvolgimento di molteplici soggetti i quali istaurano, tra di loro, un rapporto dinamico finalizzato alla fissazione del prezzo definitivo di offerta.

Inizialmente, si stila una lista contenente gli investitori ammessi alla negoziazione in questione; in particolare si cerca di coinvolgere maggiormente tutti gli attori più rilevanti e prestigiosi al fine di garantire il buon esito dell'operazione. Proprio per queste ragioni, la partecipazione non è consentita agli investitori *retail* i quali, oltre a presentare delle richieste con importi esigui, potrebbero generare problematiche gestionali e di attendibilità.

In seguito all'individuazione degli attori ammessi al *bookbuilding*, il *global*

[50] Per *buy and hold investors*, si intende una gamma di investitori che applica una strategia di investimento passiva, volta alla detenzione duratura dello strumento finanziario al fine di ottenere rendimenti sul lungo termine. www.wallstreetitalia.com

coordinator insieme alla società emittente, determinano una forchetta di prezzo[51] all'interno della quale ricadrà il prezzo definitivo dell'offerta.
Successivamente all'individuazione degli investitori ammessi alla partecipazione e alla determinazione del *range* indicativo di prezzo, inizia la fase più delicata di tale approccio: la fase di *marketing*.
In tale *step*, gli investitori possono presentare offerte di acquisto non vincolanti sulla base delle quali si determinerà successivamente quantità e prezzo definitivo di emissione. Con riguardo alle tipologie di offerta distinguiamo:

- *strike bids* le quali contengono la quantità di azioni richieste senza far riferimento al prezzo fissato purché ricadente all'interno del *price range*;
- *limits bids* con le quali l'investitore dichiara sia la quantità a cui è interessato ad acquistare sia il prezzo. Presentando un'offerta di questo tipo, si sostengono due tipi di rischi, il primo perché se il prezzo limite è troppo basso, l'investitore potrebbe non ricevere le azioni qualora il prezzo di emissione risulti più alto del prezzo limite; il secondo nella casistica in cui l'investitore presenti un'offerta eccessiva in termini di prezzo con conseguente influenza al rialzo del valore del titolo (Cornelli & Goldreich, 2001).
- *step bids* mediante le quali l'investitore indica il prezzo disposto a pagare in funzione di differenti quantità.

La fase di raccolta delle offerte di acquisto dura dagli otto ai dieci giorni durante i quali gli investitori possono presentare o annullare gli ordini nel rispetto delle tempistiche previste; le stesse vengono raggruppate nel cosiddetto *order book* e consentiranno ai *global coordinator* di determinare il prezzo definitivo dell'offerta. Nella fase conclusiva di tale processo, si determina il prezzo definitivo sulla base degli ordini rilevati nel *book*. Fino al 1999 si adottava il *bookbuilding fixed price* che permetteva agli investitori di conoscere il prezzo effettivo ancor prima del periodo delle adesioni; dagli anni 2000, tale tipologia fu sostituita dal *bookbuilding open price* dove invece il prezzo veniva determinato successivamente alla raccolta dei consensi degli investitori interessati al titolo. In aggiunta vengono stabilite le

[51] Per forchetta di prezzo si intende il *price range* entro il quale verrà fissato il prezzo effettivo dell'offerta. Esso viene definito tramite l'ausilio del *global coordinator* il quale avrà il compito di raccogliere tutti gli ordini di acquisto in funzione dei quali determinare il *range* e, nell'ipotesi in cui sia fissato in maniera errata, può essere modificato durante l'offerta da parte del *lead manager*.
www.ilsole24ore.it

modalità di allocazione dei titoli tra i differenti partecipanti andando a privilegiare i soggetti che presentano le *step bids*. Generalmente la banca d'investimento tende a favorire le offerte condizionate dal prezzo, poiché forniscono informazioni utili per la definizione del prezzo di emissione, nonché le offerte di ammontare elevato di azioni (Cornelli & Goldreich, 2001).

Alla luce di quanto sostenuto finora, si evince la forte dinamicità del *bookbuilding approach* in termini di coinvolgimento nel processo dei soggetti interni ed esterni. Differentemente da quanto avviene nell'*auction method*, esso consente la diffusione di un flusso di dati capace di affrontare l'asimmetria informativa tra i differenti investitori.
Al riguardo l'indice maggiormente adottato per valutare l'efficienza del *bookbuilding approach* nel divulgare informazioni viene definito *distance to fair value*. Esso rileva la distanza tra il *fair value* ed il prezzo effettivo di quotazione; tale differenza viene rapportata al prezzo massimo riscontrata nel *book* al fine di individuare l'incidenza percentuale nei confronti dello stesso per poi comprendere l'efficacia del processo.
Pertanto minore è la distanza tra prezzo definitivo di quotazione e prezzo massimo stabilito dall'*advisor* finanziario, maggiore sarà l'efficienza del *bookbuilding*. Chiaramente l'ipotesi dei mercati perfettamente efficienti tale per cui la *distance to fair value* sia nulla non è contemplabile ma sicuramente la metodologia oggetto di esame di questo paragrafo consente di ridimensionare in maniera rilevante la presenza di asimmetrie informative e, conseguentemente, di ridurre il rischio di fallimento del collocamento.

Un importante beneficio che tale metodo presenta, è costituito quindi dalla possibilità che lo stesso possa correggere il fenomeno dell'*underpricing*.
Il *bookbuilding approach* può infatti agire come meccanismo di controllo e correzione di tale fenomeno questo perché è in grado di trarre informazioni circa le intenzioni di acquisto degli investitori e prevedere per quest'ultimi un'allocazione differente in funzione degli interessi forniti. Pertanto il metodo determina un'allocazione maggiore per gli investitori informati e, proprio per tale ragione, l'elevata quantità di offerte coerenti con il valore reale della società consentirà di ridurre l'*underpricing*.

2.3 Definizione di un'offerta a prezzo fisso

L'ultima modalità da passare in rassegna circa le tipologie adottate per calcolare il prezzo di un titolo nell'ambito di una IPO, risulta essere l'offerta a prezzo fisso o *fixed price*. Essa consiste nella fissazione del prezzo, in maniera del tutto arbitraria, antecedentemente alla raccolta degli ordini degli investitori istituzionali e *retail*; pertanto non si incontrano le problematiche relative alle procedure che hanno portato alla determinazione del suddetto valore, come invece accade nell'*auction method* e *bookbuilding approach*. Con riguardo invece alla fase di allocazione si identificano due fattispecie: nel caso in cui ci sia *undersubscription*[52] la società emittente assegna le quantità richieste dagli investitori senza adoperare alcun tipo di razionamento; nella casistica opposta, ovvero in presenza di *oversubscription*[53] si adottano differenti meccanismi di allocazione (Jenkinson & Ljungqvist, 2001).
Al riguardo per esempio, possono essere adottate le *fair rules,* meccanismo non discriminatorio di distribuzione delle azioni, le quali consistono nell'applicazione di un'allocazione pro – rata ovvero nella soddisfazione della domanda degli investitori fino all'esaurimento dell'offerta, rispettando precisi parametri e non per la totalità dei soggetti interessati. Per evitare comportamenti speculativi, si obbligano gli investitori a versare un quantitativo di denaro precedentemente al processo di allocazione delle azioni, che ricopra l'ammontare richiesto per le quote desiderate e, qualora non avvenga la completa soddisfazione delle richieste degli investitori, gli operatori saranno impegnati a rimborsare le somme in proporzione alle azioni non distribuite (Jenkinson & Ljungqvist, 2001).

Nella casistica in cui non si adottino tali regole non discriminatorie, molte realtà cercano di privilegiare la categoria *retail* poiché più indifesi e in possesso di minor conoscenza rispetto agli investitori istituzionali. La protezione degli attori *retail* viene eseguita al fine di evitare il sopracitato fenomeno dell'*overbidding*[54] senza

[52] Con il termine *undersubscription* si intende la casistica in cui la domanda risulta essere inferiore all'offerta delle azioni. – www.wallstreetitalia.com
[53] Con il termine *oversubscription* si intende la casistica in cui la domanda risulta essere superiore all'offerta delle azioni indi per cui la società emittente dovrà stabilire dei meccanismi allocativi rispettando sia i propri interessi sia quelli appartenenti agli investitori.
www.wallstreetitalia.com
[54] Con il termine *overbidding* si intende un comportamento sleale da parte degli investitori consistente nella richiesta di un quantitativo di azioni talmente eccesivo al punto di riuscire ad accaparrarsi la quantità di quote azionarie desiderata. – (Seth & Pollack, 2013)

obbligarli a sborsare denaro, differentemente da quanto avviene nel primo meccanismo di allocazione delle quote sopra riportato.

Appurato il funzionamento del suddetto procedimento di calcolo del prezzo nell'ambito di una IPO e dei conseguenti meccanismi di allocazione in presenza o meno dell'*oversubscription,* si riportano le principali differenze tra il metodo in oggetto di questo paragrafo e il *bookbuilding approach*, nonché le casistiche nelle quali la società emittente risulta essere incentivata ad adottare il *fixed price*

Una prima evidente differenza riguarda la determinazione del prezzo effettivo, infatti nelle IPO calcolate tramite *fixed price*, esso viene stabilito prima delle decisioni degli investitori riguardanti la sottoscrizione. La strategia maggiormente applicata consiste nella determinazione di un prezzo sufficientemente basso al fine di attrarre i primi investitori e generare una vera e propria frenesia di acquisto. Come sostenuto da Welch nel lontano 1986, la vendita sequenziale è anche una modalità per evitare la cosiddetta maledizione del vincitore[55] che gli investitori non informati dovrebbero affrontare qualora le decisioni circa la sottoscrizione vengano prese simultaneamente (Benveniste & Busaba, 1997).

Un'altra diversità circa le suddette tipologie di calcolo del prezzo, riguarda lo scopo; il metodo basato sul prezzo fisso appare essere una strategia adottata dall'impresa emittente nell'ottica di generare una vera e propria domanda a cascata, il *bookbuilding* invece viene adoperato da tutte quelle società interessate a generare elevati proventi pur correndo il rischio legato all'incertezza del successo dell'operazione. Poiché in tali termini, nessuna delle tipologie domina l'altra, la preferenza nell'adottare l'una delle due risiede principalmente nel livello di tolleranza al rischio; a tal proposito, le imprese con maggior incertezza sui prezzi e più avverse al rischio preferiscono applicare la metodologia basata sul prezzo fisso, quelle che invece hanno maggiori esigenze di capitale si approcciano al *bookbuilding*.

[55] Con il termine maledizione del vincitore si intende la casistica nella quale un partecipante ad un'asta, acquisisce l'*asset* ad un prezzo maggiore rispetto al suo effettivo valore.
www.ilsole24ore.it

Ultima distinzione riguarda la dimensione delle imprese applicanti tali tipologie di calcolo dell'IPO; al riguardo, le società con quantità di capitale esiguo che solitamente va di pari passo con le piccole dimensioni, adottano con maggior probabilità il metodo del *fixed price* al fine di evitare gli oneri eccesivi legati al processo di *bookbuilding*.

Dopo aver analizzato dettagliatamente le tre tipologie di determinazione del prezzo delle azioni di una società intenzionata ad eseguire un *Initial Public Offering*, nel paragrafo seguente, si passeranno in rassegna le metodologie più frequentemente adottate per stimare il valore di un'azienda che, se prossima alla quotazione, l'aiuterà per la corretta stima del prezzo dei titoli.

2.4 Metodi di Valutazione del Valore Aziendale

Come riportato nella parte conclusiva del paragrafo precedente, una delle fasi più critiche durante il processo di quotazione risiede nella corretta stima del prezzo delle azioni, il cui valore fissato è influenzato dai metodi applicati per la corretta determinazione del valore aziendale.

Generalmente le valutazioni aziendali vengono eseguite, oltre che per società prossime alla quotazione, anche nell'ottica di determinare il valore in sede di operazioni straordinarie, in operazioni di aumento di capitale e per facilitare l'esecuzione di operazioni di compravendita di interi pacchetti azionari fra privati.

Al riguardo si distinguono:

- metodo patrimoniale: esprime il valore della società basandosi sull'investimento necessario ad avviare un'attività aziendale con la medesima struttura patrimoniale di quella in oggetto. Poiché tale metodologia appare essere totalmente oggettiva in quanto si basa esclusivamente su ciò che esiste e non su flussi di cassa o di reddito futuri, è comunemente adottata da società con forte patrimonializzazione quali società immobiliari, *holding* etc…
- metodo reddituale: si regge su una semplice equazione: redditività = valore; esso determina il valore dell'impresa in funzione della capacità che la stessa presenta, in ottica di creazione del reddito;
- metodi misti[56]: come si evince dal nome, prendono in considerazione sia elementi patrimoniali sia reddituali;
- metodo dei multipli di mercato: si riferisce alla stima del valore di un'azienda andando a confrontarla con società simili in termini di profittabilità, dimensioni, settore di appartenenza e opportunità di crescita;
- *Discounted Cash Flow*: consiste nella determinazione del valore societario basandosi sul valore dei flussi di cassa generati da un'attività;
- *Economic Value Added*: secondo tale metodo, un'impresa genera valore se il differenziale tra il rendimento del capitale investito netto ossia dopo le imposte (NOPAT) e il prodotto tra il costo medio ponderato del capitale

[56] Per l'applicazione della suddetta tipologia di metodo, da un punto di vista prettamente algebrico, "il valore di un'azienda è dato dalla somma tra patrimonio netto rettificato e dell'attualizzazione della differenza tra reddito medio - normale atteso e la redditività richiesta sul patrimonio netto rettificato per un periodo di tempo stabilito dall'analista" www.borsaitaliana.it

(WACC) e il capitale operativo investito netto (COIN) risulta essere maggiore di zero (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010)

In tal sede, si darà una lettura delle due tipologie più frequentemente adottate per la stima del valore societario in ottica di *Initial Public Offering*, vale a dire il *Discounted Cash Flow* e il metodo basato sui multipli di mercato.

2.4.1 Metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati

Il metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati o *discounted cash flow* si configura come una delle metodologie maggiormente adottate nell'ambito finanziario ed uno dei più esaustivi nella corretta determinazione del valore aziendale. Secondo la prassi, i principali elementi connessi all'applicazione del DCF sono:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti (OFCF[57]) che la società sarà in grado di produrre nel corso del futuro attualizzati ad un tasso di sconto pari al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC[58]). Questi flussi di cassa sono necessari per determinare *l'enterprise value* la cui formula è di seguito riportata:

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \left[\frac{OFCNt}{(1+WACC)^t}\right] + Vf$$

Equazione 1: Borsa Italiana S.p.A, 2004, Guida alla Valutazione

I flussi di cassa operativi sono comprensivi di tutti quei flussi di cassa connessi all'attività *core* dell'impresa e, partendo dal cosiddetto EBIT vale a dire il risultato operativo, possono essere determinati come riportati nella tabella sottostante:

[57] Per OFCFn si intende il flusso di cassa operativo netto calcolato a partire dall'anno successivo a quello dell'ultimo bilancio approvato; per la sua corretta valutazione, si considera il valore degli *earnings before interest and taxes* (EBIT), si sottraggono poi le imposte sul reddito operativo ottenendo il *net operating profit after taxes* (NOPAT) dal quale, aggiungendo eventuali ammortamenti e accantonamenti, sottraendo i CAPEX nonché le variazioni del capitale circolante netto, si ricaveranno gli OFCFn. – (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010)

[58] Per *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), si intende il tasso di sconto per il calcolo del valore attuale. (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010)

Risultato operativo (EBIT)	
-	imposte sul risultato operativo
=	risultato operativo al netto delle imposte specifiche
+	ammortamenti
+	accantonamenti e altre voci non monetarie
+/-	variazioni negative/positive del capitale circolante
-	investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
=	Flusso di cassa operativo netto (OFCF)

Tabella 2: Borsa Italiana S.p.A, 2004, Guida alla Valutazione

- posizione finanziaria netta risultante dall'ultimo bilancio la quale è determinata come somma dei debiti finanziari di breve e di lungo termine al netto della cassa e delle attività finanziarie presenti in portafoglio facilmente liquidabili;
- costo medio ponderato del capitale (WACC) che coincide con il tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi. La sua funzione è quella di riflettere il rischio operativo, finanziario e specifico che l'azienda sostiene;
- il valore finale o *terminal value* che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo a quello di proiezione. Esso è calcolato in funzione di due variabili vale a dire il flusso di cassa operativo normalizzato a partire dal primo anno dopo il periodo di previsione e dal tasso di crescita rappresentato da "g".

  In sintesi si applica la formula della rendita perpetua andando inoltre ad ipotizzare che OFCFn cresca ad un tasso "g" costante. Successivamente all'individuazione di tale valore si procede con l'attualizzazione dello stesso applicando l'usuale formula dell WACC (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010)

  Di seguito la formula per il calcolo del *terminal value:*

$$Vf = \frac{\left[\frac{OFCFn * (1+g)}{WACC - g}\right]}{(1+WACC)^n}$$

Equazione 2: Borsa Italiana S.p.A, 2004, Guida alla Valutazione

- eventuale valore di mercato di attività non considerate nella proiezione dei flussi di cassa operativi.

Appurate le componenti che consentono di applicare in maniera efficace il *discounted cash flow*, si passano in rassegna le principali criticità connesse al suddetto metodo. Al riguardo distinguiamo:

- attendibilità dei dati finanziari prospettici: l'affidabilità dei risultati provenienti dall'applicazione del metodo basato sui flussi di cassa futuri attualizzati dipende dalla capacità di individuare dei flussi di cassa verosimili e realistici. (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010);
- definizione di un beta coerente: generalmente il grado di rischio è individuabile analizzando la classe dimensionale dell'azienda in questione (maggiore è la grandezza, minore sarà il beta), la posizione nel mercato in relazione ai *competitors* (società *leader* manifestano beta inferiori rispetto a quelle *follower*) ed infine valutando il grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, maggiore sarà il beta). La criticità in termini di corretta e attendibile valutazione del grado di rischio, si incontra per tutte quelle società non quotate in quanto non esiste un beta espresso dal mercato e a causa della difficoltà nell' individuare imprese simili con un profilo di rischio comparabile (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010);
- presenza di surplus *assets*: la problematica si manifesta nel caso in cui l'azienda in questione disponga di immobilizzazioni che non generano flussi di cassa operativi e/o di *asset* sottovalutati il cui valore potrebbe essere sottostimato. Considerazioni analoghe vanno fatte per società che possiedono partecipazioni non consolidate in società quotate e non (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010);
- presenza di rilevanti progetti di crescita relativi a nuove iniziative strategiche: nel caso in cui le aziende vogliano lanciare nuovi prodotti, espandersi in nuove aree strategiche d'affari o operare in mercati differenti da quello domestico, è necessario adottare un approccio prudenziale sia in termini di stima dei flussi di cassa sia per il grado di rischio. In tal senso, i flussi di cassa attesi relativi a nuovi progetti non dovranno essere incorporati nel caso in cui non si riescano a quantificare i benefici previsti (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010);
- *terminal value*: l'attenzione, in tal senso, deve essere riservata alla determinazione del flusso di cassa relativo all'ultimo anno di previsione e al

tasso di crescita "g". Il presupposto base è che, quasi nella totalità dei settori, risulta essere difficile generare una crescita, in termini di fatturato, per un periodo indefinito; sembra infatti più probabile che nel medio – lungo periodo, l'impresa entri in una fase di maturità con conseguenti tassi di crescita pari allo zero o, nel peggiore dei casi, negativi. Un settore in cui tali criticità possono essere evidenziate in maniera più marcata, risulta essere quello *high – tech* dove il lancio frequente di nuovi prodotti, la saturazione della domanda e l'incremento della competitività da parte di *incumbent* o nuovi entranti conduce ai medesimi risultati (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Nel paragrafo successivo, si passa in rassegna la seconda tipologia di valutazione aziendale ovvero il metodo dei multipli di mercato.

2.4.2 Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei multipli di mercato si basa, più che sull'adozione di complesse formule matematiche come il sopracitato *discounted cash flow*, sul confronto della società oggetto di valutazione con le altre che presentano affinità in termini classe dimensionale, settore di appartenenza, profittabilità e opportunità di crescita. Grazie alla sua rapidità e alla facilità in termini di implementazione, si configura come una delle metodologie maggiormente adottate, soprattutto in sede di quotazione.

Nella pratica, si concretizza nella definizione di un *set* di multipli, frutto di rapporti tra grandezze finanziarie, economiche e patrimoniali di un campione di società confrontabili tra di loro, con valori di mercato, per poi applicarli all'impresa quotanda al fine di individuare un *range* di valori all'interno del quale stabilire il prezzo di emissione (Sodini, 2015).
A tal riguardo, dopo aver determinato le variabili di natura borsistica che comporranno il numeratore dei multipli quali per esempio il prezzo di negoziazione delle azioni della specifica *peer company* (P) e l'*enterprise value* (EV) ovvero la somma della capitalizzazione di mercato e della PFN, si individuano le grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali per la determinazione del denominatore come l'*earnings per share* (EPS), EBITDA e l'*earning before interest and taxes*

(EBIT). I multipli che ne derivano sono:

- EV/EBIT: si concretizza nel rapporto tra valore della società ed *earning before interest and taxes* e determina il valore dell'impresa prima degli interessi e del pagamento delle tasse;
- EV/EBITDA: esso è dato dal rapporto tra il valore di una società e il MOL vale a dire il margine operativo lordo il quale indica, nella casistica in cui sia positivo, che la società risulta essere in grado di creare un avanzo di profitti derivanti dalla gestione ordinaria e che la stessa, di conseguenza, riesca a coprire i costi e gli stipendi dei dipendenti. Sempre più frequentemente, si predilige il suddetto multiplo all' EV/EBIT poiché quest'ultimo è calcolato sulla base di valori più discrezionali e pertanto, meno attendibili;
- EV/*SALES:* questo multiplo di mercato è dato dal rapporto tra valore della società e fatturato;
- P/EPS: indica il rapporto tra capitalizzazione di borsa dell'emittente e utili conseguiti dalla stessa.

Il *multiple market method* si esplica in alcune fasi distinte: si determina il campione di riferimento composto da tutte quelle società quotate confrontabili in relazione alle caratteristiche stabilite; si scelgono i multipli relativi alla valutazione aziendale che meglio si adattano alla circostanza; avviene il calcolo dei multipli precedentemente stabiliti sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo; si identifica il *range* di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione ed infine si applicano i ratio calcolati alle quantità economiche, finanziarie e patrimoniali dell'impresa al fine di identificare un intervallo di valori (Sodini, 2015).

Tuttavia, proprio a causa della sua eccessiva semplicità, rapidità e data la notevole soggettività che la caratterizza soprattutto nell'individuazione del campione societario di confronto, la suddetta procedura viene criticamente ritenuta di essere approssimativa e talvolta dubbia, specialmente nel caso in cui si debbano applicare multipli generici dati dall'inesistenza di imprese simili (Draho.J, 2004).
Al riguardo, i sostenitori del *discounted cash flow* sostengono che il metodo basato sui multipli di mercato, oltre ad essere esclusivamente una metodologia di controllo

più che di valutazione aziendale, presenti molteplici limiti e criticità che ne rendono difficile l'applicabilità e l'attendibilità.

Una prima difficoltà si incontra nella scelta del campione di riferimento. Nella prassi sì determina il paniere di confronto tenendo conto degli aspetti infrasettoriali nazionali, internazionali nonché delle caratteristiche intersettoriali.
Rispetto alla prima categoria di analisi, qualora si riesca a costruire un campione appropriato e congruo, la stessa può essere interrotta senza accedere ai livelli successivi. Tuttavia questa condizione difficilmente si verifica in quanto talvolta possono, o non esistere realtà confrontabili oppure essere considerate le variabili di comparazione sbagliate. Generalmente la costituzione del paniere di riferimento si svolge attorno a due direttrici di analisi; elementi quantitativi dove rientrano i dati economici, finanziari storici e prospettici, la capacità di generare valore, la rotazione del capitale, crescita, dimensione e composizione del fatturato, la configurazione dell'attivo ed infine la struttura finanziaria la quale ha un impatto diretto sul WACC, ed elementi qualitativi che comprendono la capacità di innovare, il posizionamento competitivo e la formula imprenditoriale. Normalmente, per effettuare un'analisi nella maniera più accurata e veritiera possibile, le due direttrici di analisi devono essere imprescindibilmente considerate assieme, affinché non si omettano i fattori connessi al *business model* e agli impieghi del capitale investito (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Riguardo al secondo livello di analisi ovvero gli aspetti infrasettoriali internazionali, esso implica l'individuazione di società confrontabili, operanti in mercati differenti da quello nazionale, escludendo da tale raggruppamento le società quotate su *emerging market* o attive in piazze caratterizzate da profili rischio/rendimento sostanzialmente differenti (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Circa il terzo ed ultimo *step* di analisi vale a dire il confronto intersettoriale, esso si rende indispensabile ove la costituzione di un paniere comparabile con la società in oggetto, non sia possibile, a causa dell'assenza di elementi di affinità. Normalmente, il presupposto fondamentale del suddetto scenario è che le società in comparazione, pur operando in settori differenti, presenti il medesimo profilo di

rischio/rendimento (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

Una seconda criticità risiede nella selezione dei multipli significativi.
Come analizzato precedentemente, il *multiple market method*, si basa sulla convinzione che il valore di una società possa essere associato ad un multiplo rilevante, così come per le aziende comparabili. Frequentemente, pur essendo possibile scegliere una vasta gamma di variabili, la decisione viene indirizzata su un unico moltiplicatore che nella maggior parte dei casi, risulta essere diretto verso quello con il miglior *trade-off*. Inoltre in alcuni settori, in aggiunta ai multipli maggiormente adottati, è possibile adoperare i *business multiples* i quali sono fortemente connessi ai *value driver* ovvero a valori extracontabili. A tal riguardo, un esempio si concretizza per tutte quelle società operanti nel settore aereoportuale, per le quali il fatturato dipende dalla frequenza di passeggeri che transitano all'interno della struttura; pertanto si adotta il multiplo EV/*passenger* che ovviamente si affianca a quelli tradizionali (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

In conclusione, nell'applicazione di tale metodo, è fondamentale che tutte le decisioni riguardo la scelta dei multipli e del paniere di confronto, siano guidate da razionalità e che non vengano intraprese meccanicamente.
Ovviamente la scelta del metodo di valutazione aziendale dipende da molteplici variabili quali settore di appartenenza, tipologia di impresa, classe dimensionale, *core business* etc… si può pertanto affermare che non esiste un metodo migliore o peggiore ma esclusivamente una metodologia più attendibile e indicata dell'altra in relazione ad una specifica circostanza in cui ci si trova (Borsaitaliana, Guida pratica alla valutazione, 2010).

2.5 Underpricing e Overpricing: fenomeni a confronto

A conclusione di questo capitolo, si passano in rassegna i due fenomeni che possono verificarsi in sede di quotazione, a seguito di un'eccessiva sotto/sovra stima del prezzo a cui offrire le azioni in sede di IPO: rispettivamente *underpricing* e *overpricing.*

Per *underpricing* si intende il fenomeno mediante il quale una società viene collocata sul mercato ad un prezzo inferiore rispetto al valore effettivo dei titoli generando quindi, durante i primi giorni di contrattazione, una crescita del prezzo al rialzo. Nel caso opposto si parla invece di *overpricing*.

Negli ultimi anni, la letteratura economica ha provato a dimostrare le cause alla base della nascita di questi fenomeni; la teoria più accreditata fa leva sulla differente disponibilità di informazioni che porta alla creazione di inefficienze di mercato (Leite, 2000).

Più in dettaglio, la relazione tra *underpricing* e asimmetrie informative viene trattata da Jay R.Ritter e Ivo Welcho i quali illustrano l'esistenza del suddetto fenomeno attraverso due teorie:

- nella prima si sostiene che gli emittenti siano in possesso di un quantitativo di informazioni maggiore rispetto alla categoria degli investitori e che lancino un segnale al mercato consistente nell'adozione di un prezzo di offerta contenuto, al fine di essere discriminati in senso positivo dalle aziende rimanenti e di far crescere l'attrattività agli occhi degli investitori;
- nella seconda invece si afferma che gli investitori giovino dalla differente allocazione delle informazioni; pertanto tale diversità informativa porta gli attori meno informati ad acquisire le azioni ad un elevato prezzo, provocando generalmente, una cascata informativa a seguito della quale i soggetti in possesso della medesima conoscenza, replicano i comportamenti dei primi.

Oltre all'esistenza di asimmetrie informative tra le differenti categorie di investitori, le motivazioni/cause alla base della diffusione dell'*underpricing* sono da ricercarsi anche nella maggior probabilità di successo dell'IPO in quanto, essendo dipendente dal numero di azioni che vengono sottoscritte da parte dei soggetti interessati,

attuando un processo di "sottoquotazione" del prezzo dei titoli, si aumenta drasticamente la possibilità che l'intero pacchetto azionario sia sottoscritto.

Tale fenomeno quindi si presenta come un mezzo tramite il quale stimolare l'interesse degli investitori, evitare il disinteresse nei confronti del titolo e generare un eccesso di domanda al fine di creare un azionariato diffuso.

In conclusione, l'*underpricing* nella maggior parte delle casistiche deriva dall'*adverse selection* che i gruppi di investitori devono affrontare mentre l'*overpricing* si configura come un vantaggio proveniente dalla quotazione in borsa che riflette la maestria della società di ottenere delle rendite informative dalle categorie di investitori meno informati andando quindi a controbilanciare il costo relativo al sottoprezzo derivante dalla selezione avversa che i partecipanti devono affrontare (Rock, 1986).

A tal riguardo, il modello di Leite evidenzia la possibilità di mantenere in equilibrio il sovrapprezzo, nel caso in cui le offerte delle azioni siano correlate positivamente alla domanda delle stesse; a ciò segue che tale correlazione migliorerà la problematica relativa alla maledizione del vincitore (Leite, 2000).

Il primo capitolo dell'elaborato ha fornito una panoramica generale del processo di quotazione, dalle metodologie e fasi dell'operazione, agli attori coinvolti sino ai benefici e rischi incontrabili.
Il secondo capitolo invece, è incentrato su un'analisi quantitativa circa la corretta determinazione del prezzo delle azioni da emettere, basandosi sul valore dell'azienda e approfondendo i fenomeni di *underpricing* e *overpricing* che possono verificarsi.
Disponendo di tutti gli elementi possibili, nel terzo capitolo, si passa in rassegna il debutto sul mercato borsistico del primo cripto *exchange*: l'approdo a *Wall Street* di *Coinbase*.

Capitolo terzo – La quotazione di Coinbase

La parte conclusiva dell'elaborato, si concentra sulle caratteristiche, andamento e apprezzabilità, soprattutto nel recente passato, del settore delle cryptovalute, con particolare focus sul processo di quotazione del primo *crypto exchange*: *Coinbase.*
Le opinioni circa tale evento sono contrastanti, da una parte vi è un'ampia categoria di investitori che vedono in *Coinbase* "un venditore di secchielli per i cercatori d'oro" e, in generale nel mondo *crypto*, una bolla destinata ad esplodere trainando con sé tutte le piattaforme autorizzate all'emissione degli algoritmi criptografici in questione; dall'altra vi sono gli entusiasti che sono riusciti ad individuare potenzialità in un mercato fino a pochi anni fa sconosciuto da molti, che vedono nella società oggetto di questo terzo capitolo, l'incarnazione del credo nelle valute digitali, capace di creare un circolo virtuoso tra capitali reali e digitali e di incrementare la credibilità che ruota attorno alle stesse.
In un mondo che si digitalizza ora dopo ora, è difficile prevedere chi tra scettici e sostenitori avrà la meglio; rimane il fatto che tale operazione si raffigura indubbiamente come un evento epocale, uno snodo che rappresenta una svolta e che segna imprescindibilmente la finanza come viene intesa oggigiorno.

3.1 Il settore delle criptovalute

La comparsa delle valute digitali basate su algoritmi criptografici, comunemente definite criptovalute, risale al 2008 quando uno (o più individui) sotto lo pseudonimo di *Satoshi Nakamoto* elaborò una metodologia definita *peer-to-peer electronic cash system*[59] contrastante con la politica monetaria tradizionale. La nascita delle valute digitali è da ricercarsi in uno dei fallimenti bancari più gravi della storia, quello della *Lehman Brothers*[60] quarta banca d'affari al mondo a seguito del quale l'intera economia precipitò in una crisi finanziaria senza eguali. Come conseguenza di questo fatto, *Nakamoto* sviluppò il *bitcoin* con il duplice obiettivo di garantire, da una parte un sistema trasparente, costante e stabile nel tempo, da l'altra sottrarre il controllo del denaro a coloro che erano stati la causa della grave crisi che colpì l'intero pianeta. Tale nascita rappresentò e rappresenta tutt'ora una svolta che ridisegna drasticamente le regole di controllo e di emissione delle valute; infatti a differenza di quella fiduciaria soggetta al controllo della banca centrale, il *bitcoin* (così come l'insieme delle criptovalute di cui parleremo più avanti) è aperto a tutti, libero dal controllo degli istituti finanziari, autogestito ma soprattutto basato su una tecnologia fortemente innovativa: la *blockchain***.**

Le valute digitali, proprio per i benefici derivanti dal loro utilizzo, nel corso del tempo hanno attirato sempre maggior attenzione, al punto di rappresentare più di una semplice alternativa alla moneta fiduciaria e agli investimenti nel mercato borsistico in azioni societarie, *asset*, *forex* etc… dati alla mano infatti, dal 2013 ad oggi sono nate circa 1500 criptovalute, una buona metà delle quali scambiate ogni giorno sul mercato per un valore complessivo di 54 miliardi di dollari,

[59] Per rete *peer-to-peer*, da un punto di vista prettamente informatico, si intende una rete la cui peculiarità risiede nell'assenza della struttura gerarchica tipica dei sistemi *client/server* e nella quale ciascun *servent* (o nodo), può operare come *client* o *server* in relazione alle circostanze all'interno delle quali ci si trova. – (Comandini, 2020)

[60] Il fallimento della *Lehman Brothers*, avvenuto nel 2008, si configura come uno dei fallimenti più gravi della storia. Le cause sono da ricercarsi nella salita vertiginosa dei prezzi delle case e in concomitanza nella concessione da parte delle banche di prestiti a soggetti i quali non erano in grado di fornire garanzie adeguate in termini di solvibilità per l'acquisizione degli immobili. Quando nel 2006 i prezzi degli stessi si stabilizzarono, la domanda si contrasse e cominciarono ad emergere un gran numero di insolvenze. Gli istituiti finanziari, per proteggersi, confezionarono dei titoli obbligazionari derivati costituiti dai mutui ipotecari come sottostante non prevedendo l'impossibilità delle famiglie di pagare le rate e il successivo crollo dei derivati. La *Lehman Brothers*, quarta banca d'affari più importante al mondo, possedendo un'elevata quantità di derivati che produssero perdite per svariati miliardi di dollari, nel 2008 fallì generando una delle crisi finanziarie più gravi della storia. www.ilsole24ore.it

dimostrazione della rilevanza e dell'ascesa del fenomeno.

Come sopra anticipato, il cuore delle valute digitali basate su algoritmi criptografici risiede nella tecnologia su cui si poggiano: la *blockchain.*

Essa altro non è che una struttura dati decentralizzata e crittograficamente immutabile, "una sorta di libro mastro gestito e distribuito da una rete di computer ognuno dei quali in possesso di una copia" (Comandini, 2020).

Tale registro digitale è quindi suddiviso in blocchi di dati raffiguranti le transazioni/informazioni inserite, la cui validazione avviene tramite un meccanismo di consenso distribuito su tutti i nodi della rete. Inoltre l'aggiunta di un nuovo blocco genera un aggiornamento della propria copia senza alcuna possibilità di modificare i dati una volta inseriti e validati.

In sostanza la tecnologia alla base delle criptovalute, oltre a consentire la registrazione di qualsiasi evento e ad assicurare la sua permanenza in eterno, ridisegna il concetto di *trust* tra le parti; permette infatti di perfezionare accordi/contratti tra più persone anche in assenza di fiducia e garanzie (Comandini, 2020).

Nella macrocategoria delle DTL (*Distributed Ledger Technology*) si possono distinguere due differenti tipologie di *blockchain* che differiscono dal numero di attori che prendono decisioni all'interno della rete e dalla forma di consenso mediante la quale le informazioni vengono aggiunte, aggiornate o rimosse; al riguardo distinguiamo:

- *permissionless blockchain*: esse, non avendo un'autorità centrale di riferimento, sono pubbliche e totalmente decentralizzate. Pertanto, qualunque attore può accedervi liberamente, senza dover essere autorizzato dalle parti, permettendo quindi l'impedimento di ogni forma di censura (Comandini, 2020);
- *permissioned blockchain*: contrariamente alle prime, esse sono private e centralizzate, gestite quindi da una o più organizzazioni e basate su un insieme di regole che devono essere obbligatoriamente rispettate dalle parti che sono autorizzati ad utilizzarla. Sono dunque vincolate e soggette al controllo da parte di una o più autorità centrali e spesso vengono adottate da aziende ed istituzioni per assicurare una maggior affidabilità (Comandini, 2020).

Compresa la centralità che tale tecnologia e, più in generale, le DTL rivestono nella nascita e nel funzionamento delle valute digitali, per contro si può incorrere in

complicazioni dovute ad attacchi alla rete come il 51% attack[61] e il DDoS[62]ma soprattutto al pericolo principale connesso all'uso della *blockchain*: l'ignoranza degli esseri umani. Generalmente infatti sia *wallet* contenenti le valute digitali, sia la catena di blocchi, sono a prova di *hacker* in quanto criptograficamente sicure e protette, sono invece le truffe telematiche, email di *phishing* e siti internet con standard di sicurezza poco efficienti a costituire il pericolo maggiore per gli utenti distratti ed inesperti che affidano *password* a siti terzi facilmente *hackerabili* e che si fanno abbindolare da disonesti e malfattori.

In sostanza quindi, per rendere la suddetta tecnologia perfetta ed invulnerabile, servirà un progresso tecnico ma soprattutto un vero e proprio processo di formazione in scuole, università etc… che faccia comprendere appieno il funzionamento e le potenzialità delle DTL che stanno alla base delle criptovalute.

Ovviamente non si può svolgere un'analisi sulle valute digitali senza soffermarsi sull'importanza che il *bitcoin* riveste nel settore delle stesse; rappresenta infatti nel miglior modo il concetto di criptomoneta. Come sopra riportato, esso è stato sviluppato nel 2009 da uno o più individui sotto lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto con l'obiettivo di decentralizzare il *banking online* e ridisegnare il sistema delle transazioni; si basa su un principiò economico molto semplice, il principio di scarsità infatti l'estrazione o per meglio dire l'*Halving* del *bitcoin* avviene con cadenza quadriennale fino ad arrivare all'anno 2140, superato il quale non verranno più prodotti. Entrando più nello specifico, tale valuta si basa su una serie di caratteristiche che, oltre a consentire la risoluzione di molteplici problematiche, lo rendono fortemente innovativo rispetto alla valuta fiduciaria. Esse possono essere riassunte in:

- decentralizzazione: la natura totalmente decentralizzata consente alla valuta di essere totalmente autonoma, pertanto non essendo richiesto il coinvolgimento di una terza parte come invece accade per Visa, Mastercard etc… non è necessario sostenere il costo legato alle commissioni;

[61] Con 51% Attack si intende una strategia volta ad ottenere il 50% + 1 dei nodi di una rete, quindi impossessarsi del consenso e far sì che vengano approvati i blocchi creati da colui/coloro che attuano tale azione. – (Comandini, 2020)

[62] Per *Distrubet Denial of Service* (DDoS) si intende la manovra tramite la quale si vuole paralizzare il nodo di una *blockchain* mediante un elevato volume di traffico. In sostanza vengono inviate moltissime transazioni di piccolo importo al fine di impedire l'elaborazione delle transazioni reali. – (Comandini, 2020)

- sicurezza: la crittografia alla base del progetto *bitcoin* genera garanzia e sicurezza oltre a non permettere l'emissione di denaro senza autorizzazione/consenso da parte del titolare;
- trasparenza: grazie alla tracciabilità delle transazioni e all'immutabilità delle stesse nella *blockchain*, chiunque è in grado di venire a conoscenza della provenienza del *bitcoin*, dell'utente e della grandezza della transazione;
- comodità e velocità; data la natura digitale, non comporta l'utilizzo di spazio in quanto viene trasportato mediante internet, inoltre a differenza del bonifico che impiega diversi giorni, la transazione tramite b*itcoin* richiede pochi istanti;
- anti-truffa: la *blockchain* alla base della valuta e gli algoritmi della stessa consentono di evitare il cosiddetto fenomeno del *Double Spending* vale a dire l'utilizzo digitale dello stesso denaro per molteplici volte.

Per quanto riguarda le altre criptomonete, che prendono il nome di *Altcoin* o *Alternative Coin*, distinguiamo le principali valute che si basano sulla tecnologia *blockchain* ma progettate al fine di conseguire obiettivi differenti da quelli del *bitcoin*.
Al riguardo identifichiamo:

- *Ethereum*: essa viene creata nel 2013 da Vitalik Buterin, programmatore canadese di origini russe. Tale valuta, tramite l'adozione di un sistema di blocchi, si pone l'obiettivo di sostituire le terze parti coinvolte nel sistema delle transazioni, più precisamente le parti coinvolte nella memorizzazione dei dati. La peculiarità risiede nel duplice ruolo che acquisisce, da un lato infatti si configura come una piattaforma che permette il commercio degli *smart contract*, dall'altro acquisisce un ruolo di primaria importanza nello sviluppo di progetti tecnologici e di nuove criptovalute;
- *Ripple*: viene fondata nel 2013 nel *Ripple Labs* di San Francisco da Chris Larsen e Jed McCaleb. Differentemente da b*itcoin* e dalle altre *Altcoin*, la criptomoneta in questione ha natura finanziaria e si pone l'obiettivo di soddisfare le necessità degli intermediari finanziari garantendo la tracciabilità delle operazioni oltre all'efficienza delle stesse. Si evince quindi, come *Ripple* sia da intendersi come la *cryptocurrency* bancaria per eccellenza;

- *bitcoin Cash:* vien intesa come la variante del *bitcoin*, in altri termini è un *hard fork*[63] della valuta digitale di Nakamoto con l'obiettivo di superare la scalabilità di quest'ultima e di differenziarsi in termini di grandezze dei blocchi, vale a dire nel numero delle transazioni;
- *EOS:* è stata rilasciata per la prima volta nel 2017 e rappresenta la criptomoneta che più si avvicina al diretto concorrente degli *Ethereum*. Come *bitcoin Cash* nasce per rispondere alle limitazioni di *bitcoin*, *EOS* viene fondata con il medesimo obiettivo, rivolto però a rispondere alle criticità di *Ethereum*. Indubbiamente i lati positivi connessi alla valuta digitale in questione risiedono nella velocità delle transazioni, questo perché vengono eseguite in un intervallo temporale di pochi secondi, e la fruibilità, vale a dire la semplicità nel suo utilizzo molto maggiore rispetto al suo concorrente diretto;
- *IOTA:* essa nasce nel 2015 per opera di un gruppo di programmatori e sviluppatori russi. La ragione della sua esistenza è da ricercarsi, come si evince anche dal nome, nella sua destinazione al settore *IoT*, motivo per cui la valuta viene adottata per effettuare transazioni di piccoli importi tra *smart device* e per lo scambio di dati. Inoltre non si basa come le sue gemelle sopra riportate sulla *Blockchain* ma su un protocollo *software* che prende il nome di *The Tangle*.

Appurate le caratteristiche fondamentali delle principali criptovalute (Comandini, 2020) e la colonna portante su cui si basano le stesse, vale a dire la *blockchain*, siamo giunti al cuore dell'elaborato: la storia del cripto *exchange Coinbase* e il suo approdo sul mercato azionario.

[63] Per *hard fork* si intende la volontà degli sviluppatori di separarsi dal progetto originale, elaborando pertanto un *software* originale attraverso la creazione di un programma completamente nuovo. – (Comandini, 2020).

3.2 La storia di Coinbase

Il sistema finanziario attuale si basa su un insieme di intermediari che comprende banche, *exchange*, *broker* e *clearing house*[64]. La fiducia e la dipendenza da questa fitta rete di attori che fanno da tramite, impone delle limitazioni geografiche e socioeconomiche relative all'accesso alle infrastrutture finanziarie, dei vincoli alle transazioni poiché essendo necessari più livelli amministrativi che includono persone, protocolli e procedure per semplificare le movimentazioni di denaro, tendono a duplicare le funzioni lungo la catena di valore, ed infine mirano ad incrementare gli oneri a carico degli utenti a seguito delle suddette duplicazioni ed inefficienze.

Numerose aziende, soprattutto nel settore tecnologico e finanziario, hanno tentato di risolvere tali limitazioni; tuttavia sono finite per costruire i loro prodotti e servizi sulla medesima struttura finanziaria obsoleta traslando le problematiche sopra esposte anche sul sistema finanziario online. La soluzione potrebbe essere una gestione dei pagamenti su un protocollo aperto, prendendo spunto per esempio dal funzionamento e dalla diffusione delle e-mail o SMS.

Per queste motivazioni nasce *Coinbase*, "*to create an open financial system for the world, to create more economic freedom for every person and business*" (*mission* di *Coinbase*) (Coinbase).

Coinbase, inc. noto *centralized exchange* [65] di criptovalute, viene costituita il 20 giugno 2012 in California, più precisamente a San Francisco, da Brian Armstrong (ex ingegnere di *Airbnb*) e Fred Ehrsam (ex *trader* di *Goldman Sachs*).

Diventato ormai leader indiscusso negli Stati Uniti e tra i più rilevanti a livello mondiale, l'ispirazione da parte dei fondatori nasce nel 2010 quando Armstrong legge per la prima volta il *white paper* [66] di Nakamoto intitolato "*Bitcoin: A Peer-*

[64] Per *clearing house* si intende un organo di mercato che agisce come controparte automatica e speculare su tutti i contratti stipulati al fine di diminuire il rischio di inadempimento.
www.Cointelegraph.com

[65] Con il termine *Centralized Exchange* (CEX), si intende una piattaforma gestita da una specifica società focalizzata sull'ottenimento di un profitto. I gestori si impegnano nella protezione dei dati dei propri clienti, facilitano le transazioni e prendono decisioni in maniera del tutto autonoma sullo sviluppo della stessa. Si differenzia dalla *Decentralized Exchange* (DEX) in quanto quest'ultima non memorizza i dati personali degli utenti e agisce esclusivamente come intermediario nella negoziazione delle valute digitali tra gli *users* – (Comandini, 2020)

[66] Con il termine *white paper* si intende un documento che nasce per esplicare un determinato problema. In relazione alle valute digitali, esso spiega il progetto su cui le stesse si basano nonché le tecnologie su cui si poggiano, le

to-Peer Electronic Cash System", breve *paper* contenente il funzionamento della tecnologia *blockchain* nonché il supporto che essa offre alla prima criptovaluta: *bitcoin*. A seguito della lettura del suddetto scritto, Armstrong si convince delle potenzialità della tecnologia in questione, delle valute digitali come alternativa a quelle fiduciarie indi per cui fonda il primo *marketplace* dove negoziare criptovalute: *Coinbase* per l'appunto.

Malgrado le prime difficoltà, nel 2012 i fondatori riescono ad ottenere un finanziamento iniziale di 150.000 dollari da parte di uno dei più importanti incubatori del mercato, vale a dire Y Combinator consentendo il lancio del servizio di compravendita di *bitcoin* e 30 milioni di dollari, 3 anni più tardi, da parte delle società di *venture capital Union Square Ventures*, *Andreesseen Horowitz* e *Rabbit Capital*.

Il vero e proprio punto di svolta però, viene raggiunto solo nel 2017 quando *Coinbase* oltre ad ottenere la *Bitlicense* da parte del NYDFS (acronimo di *New York Department Financial Services*), licenza che ha permesso la negoziazione, oltre che del *bitcoin*, anche di due *altcoin* quali *Ethereum* (ETH) e *Litecoin* (LTC), ha raggiunto un miliardo di dollari di incassi diventando l'app maggiormente scaricata sul *market Apple* (Coinbase).

Nel 2018 *Coinbase* lancia il proprio incubatore *Coinbase Ventures* al fine di creare un ecosistema cripto e di tecnologia *blockchain* favorendo il lancio di più di 50 *startup*, tra tutte *Compound Labs*, *startup* attiva nella creazione di *Smart Contract* [67] basati sulla tecnologia *Ethereum*. Gli anni successivi non furono caratterizzati da particolari acquisizioni, strategie o mutazioni a livello societario; discorso differente per il 2021, anno in cui *Coinbase* decide di approdare a *Wall Street* quotandosi al *NASDAQ* tramite *direct listing*, processo completato il 14 aprile dello stesso anno. Prendendo spunto da *Spotify*, il cripto *exchange* non ha emesso nuove

aspettative principali e gli scopi della loro esistenza; in sostanza descrive in maniera esaustiva e completa il progetto e cerca di attrarre nuovi investitori.
www.cointelegraph.com

[67] Si definiscono *smart contract* quei *software* basati sulla tecnologia *blockchain*. Consentono il trasferimento di denaro e lo scambio di beni senza richiedere l'ausilio di un intermediario. Il processo segue una serie di *step*: le parti stipulano il contratto trascrivendo poi le clausole su uno *smart contract*, successivamente il contratto viene inserito nella *blockchain* per poi validare il blocco tramite il meccanismo di *Proof of Work* (PoW).
www.cointelegraph.com

azioni ma ha offerto ai suoi investitori azioni già esistenti.

Numeri alla mano, *Coinbase* conta più di 1700 dipendenti, permette a circa 43 milioni di utenti, 7000 istituzioni e 115.000 *partner* dell'ecosistema, di partecipare alla criptoeconomia in oltre 100 paesi e preserva circa 90 miliardi di dollari in criptovalute corrispondenti a circa l'11.1% delle cripto-attività nel mondo (Coinbase).

I personaggi maggiormente di spicco sono in ordine Brian Armstrong, Frederick Ernest Ehrsam e Fred Wilson che ricoprono relativamente le posizioni di CEO, amministratore non dipendente e *Lead Independent Director*. Armstrong, dopo delle brevi parentesi in *Airbnb, Inc*. come informatico e *Deloitte & Touche LLP* come consulente nella divisione di *Risk Management*, ricopre il ruolo di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione sin dalla nascita della società; Frederick Ernest Ehrsam, prima di contribuire alla fondazione di *Coinbase*, era un *trader* presso *Goldman Sachs Group, Inc*, nota banca d'investimento americana mentre Fred Wilson oltre ad essere membro di differenti consigli di amministrazione e partner di *Union Square Ventures* (società di *Venture Capital*), ricopre un ruolo rilevante all'interno del consiglio di amministrazione della piattaforma data la sua esperienza nel settore del capitale di rischio e delle Technology Companies (Coinbase).

In termini di assetto societario *Coinbase* ha adottato una politica di *Corporate Governance* che dimostra il forte impegno del CdA nel raggiungimento di un'ottima gestione aziendale volta ad incoraggiare *policy*, processi decisionali efficaci e a generare valore a lungo termine per gli azionisti. Per citare alcune funzioni rilevanti, il CdA di *Coinbase* monitora la performance del CEO e dei direttori esecutivi attraverso il *Compensation Committee*; valuta annualmente i membri che lo compongono in termini di operato e di rispetto delle politiche aziendali e gestisce i rischi andando prima ad indentificarli e successivamente ad individuare quali possono essere le strategie maggiormente efficaci nella mitigazione degli stessi (Coinbase).

Coerente con l'impegno di creare un sistema finanziario oltre che equo e trasparente, anche accessibile a tutti, *Coinbase Global, Inc*. ha sviluppato un codice di condotta ed etica aziendale che orienta tutti i propri dipendenti, verso standard di legalità, onestà ed etica al fine di adattarsi alle molteplici aree geografiche dove la piattaforma opera, nel rispetto delle leggi e delle culture dei differenti paesi.

Entrando più nel dettaglio circa il suo *core business*, agli albori, la piattaforma presentava un'offerta *retail* riguardante esclusivamente un'applicazione *user-friendly* per negoziare *bitcoin*. Nel corso del tempo però la gamma di prodotti e servizi offerta ampliò drasticamente aggiungendo servizi di supporto per valute legali quali dollaro, euro e sterlina, funzioni di *trading online* garantendo agli *users* la possibilità di negoziare le valute digitali da qualsiasi parte del mondo e in qualsiasi momento, permettendo di aprire un *e-wallet* all'interno del quale conservare le criptovalute appena acquisite, di eseguire pagamenti in valute digitali e di creare nuovi servizi al fine di modellarli alle singole esigenze finanziarie.
Al riguardo distinguiamo una serie di prodotti rivolti a singoli individui (esperti e non), aziende e istituzioni quali:

- *Coinbase*: rappresenta il servizio per eccellenza offerto dalla piattaforma che permette agli *users* di negoziare centinaia di valute digitali mediante bonifico bancario/carta di credito, dopo aver verificato il proprio conto tramite l'invio delle proprie generalità;
- *USD Coin*: consente di negoziare una particolare criptovaluta definita *stablecoin* [68] la quale grazie alla sua stabilità, rende le operazioni meno rischiose. È di fatto progettata per favorire il trasferimento di dollari dal *wallet* in criptovaluta ad altri servizi di scambio; inoltre garantisce ai possessori di essere ricompensati con premi di svariato genere in funzione della quantità di *USD Coin* da loro possedute;
- *wallet*: è da intendersi come un portafoglio *online* all'interno del quale sono contenute le valute digitali. Qui è possibile osservare il quantitativo posseduto, di monitorare l'andamento e di verificare il saldo disponibile. La peculiarità risiede nella massima sicurezza che viene offerta ai detentori infatti è possibile accedervi

[68] Con il termine stablecoin si intendono delle particolari criptovalute che si appoggiano ad una riserva fiat, generalmente il dollaro USA, o ad un asset, con lo scopo di offrire stabilità a chi vi investe. www.cointelegraph.com

esclusivamente utilizzando una "*seed-phrase*" [69] prodotta in maniera automatica dal sistema al fine di tutelare l'utente da eventuali danneggiamenti o attacchi *hacker;*

- *Coinbase Card:* è la carta di debito *Coinbase* che permette di spendere qualsiasi risorsa detenuta all'interno del proprio *wallet* e guadagnare premi in proporzione agli acquisiti effettuati. Non richiede nessun quota di iscrizione o canone di tenuta conto e garantisce agli utilizzatori di ottenere un rimborso fino al 4% dell'acquisto effettuato;
- *Asset Hub*: è un servizio/piattaforma sussidiaria di *Coinbase* che permette, a chiunque voglia, di listare il proprio *token* e consentire la sua negoziazione. Il processo di generazione richiede la compilazione di una richiesta formale, l'assegnazione del nome e del simbolo nonché il rispetto dei requisiti legali, di sicurezza e di conformità della piattaforma;
- *Custody*: come *Asset Hub*, anche *Custody* è una sussidaria di *Coinbase* attiva nell'offrire un servizio di custodia per le valute digitali mediante algoritmi criptografici (custodi crittografici) e, oltre ad essere *leader* indiscusso nel campo della protezione e sicurezza delle criptovalute, è fortemente attiva e all'avanguardia nella finanza decentralizzata (Defi)[70] (Battistella, 2020)

L'offerta di *Coinbase* è quindi altamente specializzata a fornire una serie di servizi a tutti gli attori presenti sul mercato, dai singoli individui, alle aziende fino ad arrivare alle istituzioni. Il suo piano strategico è focalizzato sul garantire un'ampia gamma di prodotti e servizi che rispondano alle differenti esigenze dei consumatori. Questo continuo aggiornamento dell'offerta consente di attrarre sempre maggiori *users* e conseguentemente di incrementare le transazioni, gli *asset* negoziabili e la liquidità in un vero e proprio circolo virtuoso.
Da ciò si evince come la strategia dell'organizzazione sia focalizzata sull'assicurare la scalabilità della piattaforma raggiungendo sempre nuovi clienti e incrementando il valore della stessa. Inoltre, dato il ruolo di *first mover* che *Coinbase* ha assunto nello sviluppo della criptoeconomia, l'*exchange* in esame ha investito notevole liquidità in imprese innovative quali *Bison*, *Trials* e *Neutrino*, per citarne alcune.

[69] Per "*seed-phrase"* o in gergo frase seme, si intende un insieme di parole che consentono di rigenerare l'albero delle chiavi, di risalire quindi al *wallet* contenente le cripto *currencies.*
www.cointelegraph.com
[70] Con l'acronimo Defi si indica la cosiddetta "decentralized finance" vale a dire un insieme di applicazioni che adottano le piattaforme blockchain permissionless per la creazione di prodotti e servizi finanziari.
www.cointelegraph.com

Per mantenere lo status che presenta oggigiorno, vale a dire quello di configurarsi come una delle principali cripto *exchange* presenti sul mercato in termini di bacino di utenza e fatturato, *Coinbase* deve essere capace di adattarsi al mutamento continuo del contesto ambientale all'interno del quale opera, puntando a cogliere le opportunità e ad affrontare le minacce. Pertanto per la società americana è fondamentale comprendere come i mercati in cui opera sono influenzati dall'andamento generale dell'economia e, più precisamente, dai seguenti fattori: ciclo economico, tassi di cambio tra valute, di interesse e volatilità del settore cripto.

Con riferimento al primo fattore, il 2019-2020 è stato un biennio colpito da uno *shock* inaspettato generato dalla pandemia COVID-19 che ha alterato irreversibilmente il corretto funzionamento dell'economia mondiale. Soltanto negli Stati Uniti si è registrata una contrazione del PIL del 3.5%, la peggiore negli ultimi 75 anni, interrompendo improvvisamente una crescita economica protrattasi per 11 anni e generando 22 milioni di licenziamenti con un picco del 14.7% del tasso di disoccupazione; il deficit ha raggiunto il 9.2% del PIL e il rapporto debito pubblico/PIL ha toccato il 103% (il sole 24 ore).
Situazione non tanto differente nel continente europeo con un decremento del 9.9% per il Regno Unito, 8.8% per l'Italia, 8.3% per la Francia e del 5% per la Germania (il sole 24 ore).
Nonostante la grave crisi che ha colpito l'intero pianeta portando in media ad un deficit del 20% rispetto ai prodotti interni lordi delle nazioni, *Coinbase* ha registrato una perdita esigua di 30.4 milioni di dollari nel 2019 e un utile di 322 milioni di dollari nel 2020, l'anno che è stato caratterizzato dalla diffusione della pandemia in tutto il mondo, dimostrando la forte resilienza del *core business* della società americana (il sole 24 ore).

In relazione ai tassi di interesse e di cambio sulle valute, *Coinbase* deve prestare la massima attenzione all'andamento di questi fattori poiché oltre ad avere ripercussioni sulle strategie di investimento, incidono fortemente sulla propria redditività. I guadagni della società infatti provengono anche dagli interessi che ricava detenendo i fondi depositati dai clienti presso banche, oltre che dalle variazioni favorevoli dei tassi di cambio delle valute in dollari statunitensi.

Circa la volatilità del settore, facendo un semplice paragone, le oscillazioni dell'oro si agirano attorno al 1.5% contrariamente a quanto accade nel settore delle valute digitali dove variazioni del 10/15% sono all'ordine del giorno. Questo ovviamente accade perché il volume degli scambi non è assolutamente paragonabile a quello di altri *asset* o valute e, di conseguenza, ogni transazione importante ha un'incidenza maggiore sull'andamento del prezzo della criptovaluta; inoltre l'opinione pubblica non aiuta, il settore delle valute digitali è infatti più esposto alle percezioni e umori del pubblico rispetto ad ogni altro singolo bene negoziabile, probabilmente a causa dell'assenza del corrispettivo fisico quando ci si investe. Dati alla mano, *Coinbase* registra profitti elevati quando il settore registra una fase di crescita (vedi il primo trimestre 2021) e perdite significative nei periodi in cui i prezzi delle *digital currencies* sono in diminuzione. Pertanto si evince come i risultati operativi della società dipendano, anche dalle fluttuazioni dei prezzi delle criptovalute (Coinbase).

Appurata la posizione di leader negli Stati Uniti e a livello globale nel mercato di riferimento, *Coinbase* deve continuamente affrontare una significativa concorrenza da parte di grandi operatori finanziari e società altamente tecnologiche che, nella maggior parte dei casi, non sono soggette alle stringenti regolamentazioni della società americana. Di seguito vengono elencati i maggiori *competitors* di *Coinbase* in relazione ad alcune valutazioni effettuate da *Coin Market Cap 23* che assegna ad ogni *exchange* uno *score* in relazione al traffico *web* sulla piattaforma, volume di scambi quotidiani e liquidità media:

- *Binance*: viene fondata da Changpeng Zhao e ha la propria sede a Malta beneficiando dell'assenza di restrizioni sul *trading* per le valute digitali. Si tratta di una piattaforma di scambio di terze parti che consente agli attori di negoziare un vasto numero di criptovalute (500 *digital currencies* rispetto alle 108 di *Coinbase*). In pochissimi anni ha occupato la posizione di *leader* mondiale grazie ai 76 miliardi di dollari in volumi di scambio e anche a seguito delle ridotte commissioni richieste pari allo 0.1%, valore esiguo se paragonate al 4% richiesto da *Coinbase*. Un servizio fortemente vantaggioso offerto ai propri clienti è *Binance Lending*, consistente nel prestito delle proprie criptovalute all'*exchange* in cambio di un rendimento assicurato che va dal 3% al 10% annuo (Binance);
- *Huobi*: con sede alle Seychelles, *Huobi* viene fondata in Cina nel 2013 da Leon Li e occupa relativamente la seconda e terza posizione in termini di volumi di

scambio giornalieri (21 miliardi di dollari) e valutazione complessiva. Offre al pubblico un'ampia gamma di valute digitali, circa 300, e possiede anche un proprio *token*, *Huobi token*. Con una capitalizzazione di 3 miliardi di dollari, la *mission* della piattaforma cinese è quella di rendere l'investimento in risorse alternative il più possibile sicuro, professionale e affidabile assegnando un posto prioritario e centrale alla cura del cliente (Huobi);

- *Kraken*: come *Coinbase*, K*raken* è un *exchange* statunitense, fondato precisamente a San Francisco, in California da Jesse Powell nel luglio 2011. La piattaforma consente di negoziare le *digital currencies* in USD, dollari canadesi, euro, sterline e offre circa 62 valute digitali. La *mission* della piattaforma è di stimolare l'adozione delle criptovalute affinché si possa garantire agli *users* di gestire autonomamente le proprie finanze e di avere il pieno controllo sulle stesse. Occupa la posizione di *leader* indiscusso in termini di volumi di scambio del *bitcoin* e, come *Coinbase*, offre servizi che contribuiscono alla *crypto education* con video e *webinar* gratuiti. *Kraken* è noto per le basse commissioni richieste, per la sicurezza offerta e per la vastità di funzionalità offerte (Kraken);
- *Kucoin*: fondato nel 2017 da Michael Gain, con sede a Singapore, è il quinto *exchange* esistente per valutazione di mercato. Anch'esso, come gli altri, garantisce un'ampia gamma di servizi tra cui scambi *peer-to-peer*, acquisto con carte di credito e debito, l'offerta di *token* propri e mette a disposizione un'ampia gamma di cripto, circa 200. La *mission* della società è di assicurare a qualsiasi persona presente in ogni parte del mondo, un accesso semplice e sicuro alla piattaforma al fine di negoziare un'ampia gamma di valute digitali. *Kucoin* si è definita "*exchange early adopter*" delle nuove criptovalute, in quanto offre ai trader la possibilità di negoziare valute digitali non ancora disponibili sulle altre piattaforme (Kucoin).

Oltre all'analisi svolta da *Coin Market Cap 23* basata sulle variabili sopra accennate per individuare quali siano le principali piattaforme con cui *Coinbase* si trova a competere, uno strumento di assoluta rilevanza per comprendere al meglio il posizionamento strategico della stessa, è l'analisi SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats*). Tale analisi consente di identificare e valutare relativamente le opzioni strategiche adottate e le azioni future al fine di affrontare al meglio i cambiamenti dell'ambiente circostante.

Per *Strenghts* si intendono i punti di forza o le attività grazie ai/alle quali l'impresa

rafforza la propria posizione competitiva sul mercato; sono quindi tutti quei fattori rilevanti alla determinazione del successo dell'azienda. Indubbiamente *Coinbase* può far leva sugli efficienti livelli di sicurezza che garantisce ai propri *users*; sulla facilità d'uso della piattaforma grazie all'immediatezza e alla semplicità dei propri comandi; sulla trasparenza assicurata nei confronti delle autorità e degli utenti e sulla conformità ai differenti ambienti normativi all'interno dei quali opera; sulla forte tendenza all'innovazione, mediante la quale riesce ad effettuare un'offerta sempre aggiornata ai clienti ed infine sulla notevole visibilità acquisita a seguito della quotazione al *NASDAQ* (Coinbase).

In relazione alle *Weaknesses,* si fa riferimento alle attività che non riesce ad eseguire in maniera adeguata come invece fanno i competitors, ponendola pertanto in una situazione svantaggiosa. Tra le molteplici lacune che la società americana presenta, le più rilevanti si configurano sicuramente nell'estensione geografica moderata in quanto, pur operando in 100 paesi, non raggiunge il numero dei propri concorrenti; inoltre la società ha un numero limitato di criptovalute offerte e commissioni richieste elevate rispetto ai competitors (Coinbase).

Concludiamo la nostra analisi con le *Opportuities* le quali, se colte, consentirebbero di influenzare le attività positivamente e di trasformarle in punti di forza per la società, esempi possono essere lo sviluppo tecnologico attuale che calza perfettamente con le strategie innovative della società americana così come la tendenza a preferire i pagamenti digitali a discapito del contante.

Infine descriviamo le minacce o *Threats* rappresentate da tutti quei fattori ambientali che potrebbero influenzare negativamente lo svolgimento delle attività e la sopravvivenza della società. Per citarne alcune, la volatilità del settore che potrebbe scoraggiare investitori diffidenti ed inesperti recando un danno all'organizzazione e gli attacchi *hacker* che comprometterebbero irreversibilmente la reputazione di *Coinbase* in quanto garante di standard di sicurezza efficienti e a prova di errori (Coinbase).

Ricapitolando *Coinbase* si configura come primo cripto *exchange* in termini di volumi di scambio, bacino di utenza e popolarità negli Stati Uniti e come uno dei

leader principali del mercato globale. Gli *users* utilizzano tale piattaforma grazie alle numerose funzionalità offerte, alla trasparenza garantita e alla semplicità in termini di fruizione. Logicamente debolezze e minacce provenienti dall'ambiente esterno e dal settore altamente competitivo sono alla luce del giorno ma, grazie alle strategie di crescita adottate dall'azienda americana, alla totale conformità all'ambiente normativo dei paesi dove opera e data la capacità proattiva di anticipare i cambiamenti e non farsi trovare impreparata, difficilmente potremo assistere alla crescita della criptoeconomia senza il supporto della piattaforma *Coinbase*.

Passiamo ora in rassegna il cuore dell'elaborato, uno degli eventi maggiormente rilevanti della storia del settore delle criptovalute: l'approdo a Wall Street del primo cripto *exchange*: *Coinbase*.

3.3 L'ingresso a Wall Street di Coinbase

Come anticipato, il fulcro dell'elaborato è rappresentato dal processo di quotazione avviato da *Coinbase*, primo cripto *exchange* a prendere la decisione di approdare sul mercato borsistico.

"Vogliamo essere per le criptovalute quello che *Google* è stato per il web" (Brian Armstrong), con questa frase il CEO di *Coinbase* ha annunciato la quotazione della piattaforma sul mercato americano.

Entrando più nel dettaglio circa la modalità eseguita per quotarsi, *Coinbase* è approdata a *Wall Street* tramite il *Direct Listing* e tramite il collocamento sul mercato di 114.850.769 azioni ordinarie di classe A. Tale modalità di quotazione consiste nella vendita delle proprie azioni direttamente al pubblico senza richiedere il supporto di intermediari finanziari per le attività di collocamento, fermo restando per quanto riguarda il caso in questione il coinvolgimento di quattro financial advisors – Goldman Sachs, J.P Morgan, Allen & Co, e Citigroup, che hanno affiancato la società in merito alla definizione degli obiettivi, alla preparazione della documentazione da depositare alla SEC, alla redazione di comunicazione e presentazioni per gli investitori e alla gestione delle relazioni con il Nasdaq. Inoltre Goldman Sachs ha avuto il compito di approvare l'apertura delle negoziazioni ad un prezzo di riferimento. Tali *advisor* non sono stati incaricati di partecipare alle riunioni con gli investitori, di facilitare o coordinare le attività di *price discovery* (processo che comporta la generazione e la raccolta della domanda di azioni da parte degli investitori prima di arrivare a un prezzo di emissione) e la vendita delle azioni ordinarie di Classe A.
Servendosi di tale processo, la società non ha quindi sostenuto gli oneri relativi al consorzio di collocamento oltre ad evitatare le diluizioni di valore per gli azionisti.

Oltre ai benefici sopra citati, *Coinbase* ha scelto la quotazione diretta poiché ben si adatta ad aziende di grandi dimensioni, con una forte *brand image* ed in fase di crescita avanzata, caratteristiche possedute dalla piattaforma stessa; ha consentito ai dipendenti e agli azionisti di vendere immediatamente le azioni ad un prezzo basato sul mercato. In termini di corretto *timing*, non si può negare il fatto che la

società californiana abbia sfruttato il periodo migliore per annunciare il suo approdo in borsa, avendo chiuso l'anno fiscale del 2020 con un reddito netto di 1.14 miliardi di dollari, in aumento del 129% rispetto all'anno precedente, con un utile di 322 milioni a fronte di una perdita di 30 milioni nel 2019 e con un EBITDA di 527 milioni di dollari, in crescita di quasi il 2000% (Il sole 24 ore).

Lo sbarco a *Wall Street*, ha influenzato positivamente la visibilità del brand incrementando il numero di fruitori del servizio; la società infatti è passata dai 6.1 milioni di utenti mensili, registrati stabilmente durante l'ultimo trimestre 2020 a 7 milioni nel periodo post quotazione. Il grafico di seguito riportato (figura 1), evidenzia l'incremento costante degli utenti verificati dal primo trimestre 2018 all'ultimo trimestre 2020 dimostrando un trend positivo anche nella fase precedente al processo di quotazione:

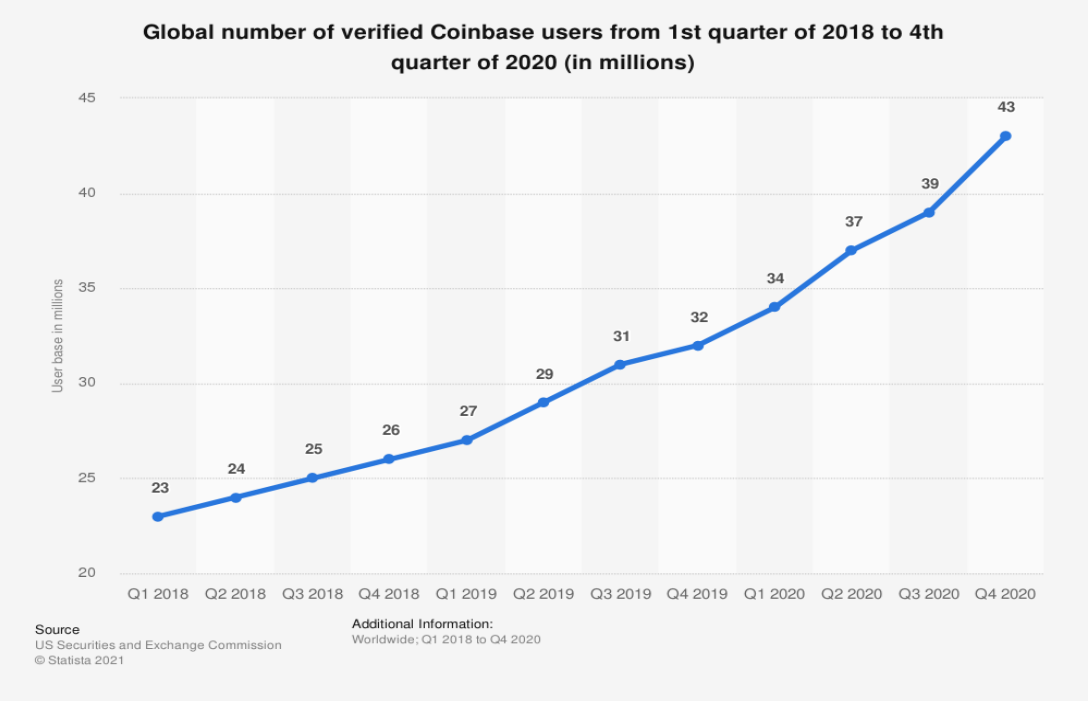

Figura 1: numero di utenti verificati dal primo trimestre 2018 al quarto trimestre 2020, 13/04/2021, SEC

Nella figura 2 si riporta l'andamento dei ricavi per il 2019 e il 2020:

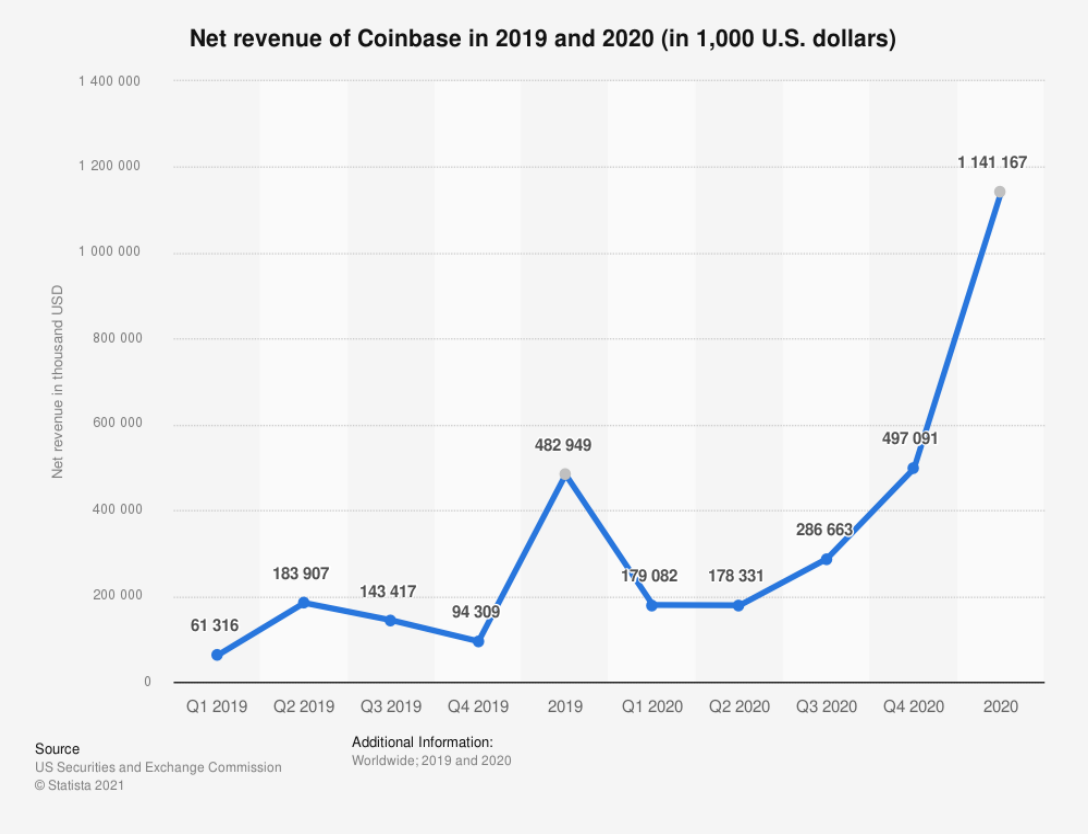

Figura 2: ricavi relativi al 2019 e 2020, 09/09/2021, SEC

Coinbase è riuscita a registrare un utile compreso tra i 750 e gli 800 milioni di dollari solamente nel primo trimestre dell'anno corrente, quasi il doppio rispetto a quanto aveva guadagnato durante l'intero 2019 (Cointelegraph)

La società ha inoltre dichiarato di non voler distribuire i dividendi agli azionisti ma di trattenere la totalità dei fondi disponibili per accrescere l'operatività del *business*, segnale che si traduce nell'obiettivo di voler mantenere una posizione dominante nel settore dei cripto *exchange*.

3.3.1 Obiettivi della quotazione

Indubbiamente, alla base delle motivazioni che hanno spinto *Coinbase* ad attuare il processo di quotazione troviamo, oltre ai benefici ottenuti in termini di aumento del bacino di utenza, di affidabilità, di visibilità e di credibilità con conseguente rafforzamento del *brand image*, anche la possibilità di accedere ad un nuovo canale di finanziamento rappresentato proprio dalla borsa, che ha consentito alla piattaforma di diversificare la base azionaria.

Coinbase in passato ha fatto fronte alle esigenze di finanziamento principalmente

con il ricorso ad aumenti di capitale e attraverso l'autofinanziamento generato dalla vendita dei prodotti e dei servizi; in tale contesto la quotazione faciliterà ulteriormente la capacità della società di raccogliere fondi tramite emissioni di capitale, permettendo anche un miglior accesso al mercato del debito finanziario, grazie all'incremento di visibilità raggiunto con la quotazione.

Un altro obiettivo che l'approdo in borsa ha consentito di raggiungere, riguarda il conseguimento di un grado di trasparenza e di visibilità che fa di *Coinbase,* la piattaforma più sicura in termini di protocolli adottati e con minor possibilità di essere soggetta a vincoli o indagini per eventuali irregolarità normative; la piattaforma di San Francisco è riuscita a diffondere un forte senso di responsabilità al *management,* nei confronti sia del mercato sia verso gli azionisti e ha dato impulso ad una maggior motivazione volta a migliorare la performance della società.
Infine la piattaforma è riuscita a divenire la vetrina all'interno della quale mostrare il proprio *know – how* e le proprie qualità. Non a caso, nei mesi post – quotazione, è aumentato l'organico della società, soprattutto nel numero di figure dirigenziali e *senior,* ben disposte ad entrare a far parte dello staff della piattaforma data la sua potenzialità e i suoi piani strategici futuri (di cui parleremo nell'ultimo paragrafo del capitolo conclusivo dell'elaborato) e anche perché la quotazione le ha consentito di stimolare e spronare il management a performare nella maniera migliore, con l'obiettivo di ricevere una remunerazione aggiuntiva proveniente per esempio dagli strumenti di incentivazioni quali *stock option, resticted share* e *performance share*.

3.3.2 Fattori di rischio derivanti dalla quotazione

Ovviamente, la scelta di approdare sul mercato borsistico e, più specificatamente, la modalità di quotazione scelta, non genera esclusivamente benefici come quelli sopra citati ma anche dei rischi che sono stati opportunamente evidenziati nel prospetto informativo.

Sicuramente, uno tra i più evidenti è l'impossibilità di fissare degli argini contro la volatilità dei prezzi, riscontrata a partire dai primi giorni di debutto, frutto della scelta del *direct listing* come mezzo di quotazione, questo perché, non essendo

prevista la presenza di un consorzio di collocamento, nessuno si assume il rischio connesso alla rivendita delle azioni o all'esecuzioni di strategie di stabilizzazione.
Le fluttuazioni improvvise del prezzo del titolo sono ovviamente dipendenti anche da ciò che la piattaforma consente di negoziare vale a dire le criptovalute, che per natura, si caratterizzano per essere dei progetti particolarmente incerti e con variazioni di prezzo molto significative.

Altro rischio, connesso più alle caratteristiche intrinseche della società piuttosto che alla modalità di quotazione scelta, riguarda la questione relativa alla cybersicurezza; generalmente gli *exchange* e il mondo delle criptovalute sono soggetti a numerosi attacchi *hacker*, motivo per il quale le piattaforme devono essere basate su *standard* di sicurezza efficaci tali da proteggere i dati e i fondi dei propri *users* onde evitare perdita di credibilità, affidabilità e valore in borsa qualora la piattaforma sia quotata, come appunto lo è *Coinbase*.
In relazione a tale rischio, c'è da dire che la piattaforma riesce a gestirlo al meglio infatti, oltre a non essere stata mai violata, viene intesa come un centro di eccellenza in termini di protocolli di sicurezza e protezione dei dati.

I rischi inoltre sono anche strettamente connessi al settore di appartenenza della piattaforma quotata; il settore cripto, come analizzato più volte, è molto volatile e può capitare che molti investitori si lascino trasportare dall'*hype* mosso dal processo di quotazione di *Coinbase*, senza considerare l'enorme rischio connesso al prezzo delle valute digitali. Gli interessati devono infatti comprendere che investire nel titolo della piattaforma, non equivale al classico investimento azionario, questo perché gli introiti della società sono fortemente legati all'andamento delle criptovalute.

A tal riguardo *Susannah Streeter,* analista di *Hargreaves Lansdown* ha affermato che "mentre le criptovalute e le piattaforme come *Coinbase* sembrano destinate a rimanere, il loro futuro è lontano dall'essere certo. È ancora molto difficile valutare il momento giusto per comprare o vendere perché è così speculativo e volatile. Gran parte della domanda proviene da persone che sperano di beneficiare di futuri aumenti dei prezzi piuttosto che utilizzare il *bitcoin* come mezzo di scambio. Gli investitori devono anche considerare l'aumento del rischio normativo; le autorità di

regolamentazione del Regno Unito sono chiaramente preoccupate che la volatilità dei prezzi e la complessità dei prodotti di tali attività espongano i consumatori ad un alto rischio di perdite. Nonostante l'approvazione di operatori di alto profilo come *Elon Musk* e un numero crescente di aziende e istituzioni finanziarie che investono denaro, l'investimento in criptovalute dovrebbe essere intrapreso solo all'interno di un portafoglio ben diversificato". È comunque evidente la centralità che le valute digitali stanno acquisendo nel mondo degli investimenti grazie sia alla sponsorizzazione di alcune tra le persone più influenti al mondo sia grazie a vere e proprie istituzioni che le stanno accettando come mezzo di pagamento; è bene però sottolineare come non abbiano ancora accumulato un *track record* sufficiente per trarre conclusioni rilevanti su andamenti di mercato e tendenze comportamentali degli investitori. Devono quindi essere una parte di un portafoglio diversificato, qualsiasi sia l'approccio al rischio e qualsiasi sia la fiducia rivestita nel mondo cripto.

Un altro fattore da prendere in considerazione riguarda anche la reazione da parte delle banche centrali le quali stanno sviluppando le proprie valute digitali e difficilmente accetterebbero che le criptovalute invadano il loro territorio.

La valutazione dell'azienda, può inoltre dipendere dal livello di comprensione del modello di *business* da parte degli investitori e dalla presenza di un *management* integrato con interessi in linea con quelli degli azionisti. A tal riguardo gli investitori sono pienamente consci che il modello di business della piattaforma è orientato a garantire la libertà economica a tutti gli utenti, assicurare loro la protezione dei dati e dei fondi tramite protocolli di sicurezza collaudati ed estendere il bacino di utenza tramite nuove funzioni e ingenti investimenti in R&D; inoltre si evidenzia come il bilancio, pur essendoci molti competitors, risulti essere molto buono con un utile di quasi 800 milioni di dollari solamente nel primo trimestre 2021; il *management* si pone l'obiettivo di accrescere il valore della società trasferendo questo incremento nelle tasche degli *stakeholders*.

Alcune criticità emergono anche considerando la valutazione attuale della piattaforma che si aggira ad una cifra notevolmente maggiore rispetto al valore della Borsa di Londra che ha una storia più lunga, un modello di *business* molto più

diversificato con conseguente riduzione del rischio, minor concorrenza e meno rischio normativo. Tale maggior valore è giustificato dalle potenzialità di crescita della società. Basterebbe un blocco normativo che vieti l'accettazione/l'acquisto delle valute digitali (sono presenti dei precedenti, vedi il divieto da parte dell'America di accaparrare l'oro tramite l'ordine esecutivo 6102 del 1933) per far crollare drasticamente il valore dell'azienda.

Ci troviamo dunque in una fase ancora incerta in cui la posizione delle banche centrali, delle istituzioni e degli stati non appare totalmente chiara, di conseguenza stimare il valore futuro dell'azienda senza considerare questi aspetti potrebbe portare ad attuare una strategia di investimento inefficacie e non redditizia.

Infine ci sono tutti quei rischi/costi indiretti connessi al processo di quotazione che *Coinbase* ha affrontato quali: l'obbligo di garantire al pubblico la divulgazione continua dei documenti societari come dati trimestrali, semestrali, comunicazioni ufficiali destinate ai soci etc.. che, insieme alla maggior trasparenza richiesta (che come sopra riportato, si configura anche come un beneficio per la piattaforma, frutto della quotazione, poiché ne incrementa l'affidabilità e la credibilità nei confronti degli investitori) possono generare una perdita di vantaggio competitivo rispetto agli altri *exchange* che per di più non sono obbligati a divulgare tali informazioni in quanto ancora non quotati.

Analizzati rischi e benefici legati alla piattaforma in relazione al settore in cui opera alla modalità di quotazione scelta e ai vincoli normativi – legislativi esistenti, è interesse di *Coinbase* essere meno disinvolta nelle operazioni finanziarie aggressive e di altre pratiche rischiose non gradite dalle autorità di mercato pur dovendo sacrificare in parte il vertiginoso tasso di crescita dei profitti che ha caratterizzato la piattaforma negli ultimi anni raggiungendo guadagni pari a 800 milioni di dollari e un giro di affari di 1.8 miliardi di dollari.

In ogni caso la strategia della società Californiana appare chiara e supportata dai numeri infatti, dati alla mano, *Coinbase* punta a diventare il mezzo di accesso per un nuovo mondo con l'obiettivo di estendere il bacino di utenza a 3.5 miliardi di persone.

3.3.3 La valutazione di Coinbase e la risposta del mercato post quotazione

Mercoledì 14 aprile 2021 è stato il giorno in cui la piattaforma americana di cripto *currencies* è approdata a *Wall Street*, quotandosi al *NASDAQ*.

In realtà *Coinbase* aveva previsto di debuttare sul mercato borsistico quotandosi a *Wall Street* circa 1 mese prima ma a causa di alcune accuse da parte della *Commodity Futures Trading Commission* (*CFTC*), di segnalazione impropria dei volumi e di "*self-trading*", consistenti nell'applicazione di algoritmi di trading automatizzati al fine di creare volumi e domanda illusori, dovette rimandare la data e fu costretta al pagamento di una sanzione di 6.5 milioni di dollari.

Il processo è iniziato ufficialmente il 25 Febbraio 2021 infatti, come da prassi, ha presentato il prospetto S-1 presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC) degli Stati Uniti dimostrando di voler diventare il primo cripto *exchange* a sbarcare sul mercato borsistico, avvalendosi esclusivamente della consulenza finanziaria di *advisor* da parte delle banche d'investimento americane più importanti come *Goldman Sachs*, *JP Morgan Securities* e *Allen & Co.* nella definizione dei passi da compiere per quotarsi (Gregory, 2021)

Nel suddetto prospetto la società ha presentato un piano strategico per la vendita di 114, 9 milioni di azioni Classe A; al riguardo *Coinbase* distingue due tipologie di classi di azioni:

- azioni ordinarie di classe A le quali danno diritto ad un voto;
- azioni ordinarie di Classe B le quali danno diritto a 20 voti e sono convertibili, in qualsiasi istante, in azioni ordinarie di Classe A.

	Class A		Class B		Percent of Total Voting Power %
	Number	%	Number	%	
Named Executive Officers and Directors:					
Brian Armstrong(1)	2,753,924	9.4	36,851,833	21.6	21.5
Surojit Chatterjee	2,002,036	7.0	—	—	*
Paul Grewal(3)	915,331	3.3	—	—	*
Marc Andreessen	5,516,037	20.8	23,961,498	14.1	14.1
Frederick Ernest Ehrsam III(5)	2,570,459	9.7	15,114,503	8.9	8.9
Kathryn Haun	181,000	*	286,854	*	*
Kelly Kramer	—	—	—	—	—
Gokul Rajaram	—	—	—	—	—
Fred Wilson(7)	—	—	13,902,324	8.2	8.1
All executive officers and directors as a group (11 persons)	15,998,205	46.8	91,947,012	53.5	53.5
Other 5% Stockholders:					
Entities affiliated with Andreessen Horowitz	5,516,037	20.8	23,961,498	14.1	14.1
Entities affiliated with Paradigm(10)	2,570,459	9.7	—	—	*
Entities affiliated with Ribbit Capital	—	—	11,995,949	7.0	7.0
Tiger Global Private Investment Partners XI, L.P.(12)	2,624,880	9.9	—	—	*
Entities affiliated with Union Square Ventures	—	—	13,902,324	8.2	8.1
Viserion Investment Pte Ltd.(14)	1,381,518	5.2	—	—	*
Other Registered Stockholders:					
Non-Executive Officer and Non-Director Current and Former Service Providers(15)	17,111,799	42.9	15,991,864	9.0	9.4
All Other Registered Stockholders	4,224,755	15.9	3,870,923	2.3	2.4

Tabella 3: Coinbase FORM S-1, 2021, Azionariato Coinbase Global, Inc

Con riferimento alla tabella 3 (per favorire una maggior comprensione, gli asterischi fanno riferimento ad una percentuale inferiore all'1%), si identificano gli azionisti della società sottolineando che il calcolo delle percentuali è basato sul numero di azioni in circolazione in data 15 marzo 2021 che includono 26.501.374 azioni di Classe A e 170.258.748 di Classe B (Coinbase).

La tabella evidenzia come il 53.5% del potere di voto sia posseduto dagli amministratori e dal management della società mentre la restante parte, da investitori istituzionali come *Andreesen Horowitz, Paradigm e Tiger*.
Armstrong, attuale *CEO* e fondatore della piattaforma, possiede la percentuale dei diritti di voto più alta che, pur non consentendogli di avere il controllo assoluto sulla società, ne fanno l'azionista di riferimento.

Quando *Coinbase* annunciò di voler intraprendere il processo di quotazione, gli analisti prevederono una capitalizzazione di 68 miliardi di dollari; di opinione differente fu David Trainer, CEO di *New Constructs*, società di ricerca di investimenti secondo cui la valutazione risultava essere "ridicolamente alta" e basata su fattori poco attendibili, sostenendo che il valore della società si sarebbe aggirato attorno ai 18,9 miliardi di dollari; capitalizzazione ben più alta, compresa tra i 160 e i 230 miliardi di dollari per *Delphi Digital* ed infine 90 miliardi per *DA Davidson*, società di brokeraggio (Richardson, Vickovich, Shapiro, & Eyers, 2021).

Un fattore era certo, la valutazione di *Coinbase* dipendeva dalla sua capacità di attrarre continuamente nuovi *users* che nel quarto trimestre del 2020 hanno raggiunto quota 43 milioni per poi arrivare a 56 milioni di utenti nel primo trimestre del 2021 (Singer, 2021).

Evidenziando nuovamente il legame diretto che esiste tra la valutazione della piattaforma e l'andamento del *bitcoin*, la quotazione è stata influenzata positivamente, almeno per i primi investitori, dagli *spike* rialzisti che hanno portato la suddetta criptovaluta a raggiungere il valore di 64.778$.
Nella figura di seguito riportata si illustra l'andamento del prezzo del bitcoin nel mese di aprile 2021. Nel riquadro in verde, si osserva come la suddetta criptovaluta raggiunga il massimo valore nel periodo coincidente con l'approdo in borsa

dell'*exchange*. Pertanto si evidenzia la stretta correlazione, soprattutto nei primi giorni di negoziazione, esistente tra la piattaforma e la valuta di Nakamoto.

Figura 3: trend di Bitcoin/USD da 04/09/2021 a 04/24/2021, 22/09/2021, Investing.

In generale, qualsiasi cripto viene listata sulla piattaforma, manifesta un trend rialzista dal momento che per essere negoziata sul suddetto *exchange*, deve rispettare gli *standard* e requisiti richiesti dalla suddetta piattaforma in termini di sicurezza, affidabilità e credibilità di progetto; dall'altro, è la stessa *Coinbase* ad accrescere il proprio valore, soprattutto in questa fase post IPO, in maniera direttamente proporzionale alla quantità di criptovalute offerte e ai loro aumenti di prezzo.

Ovviamente la decisione di procedere alla quotazione sul mercato borsistico non è frutto esclusivamente di puro ottimismo basato sulle potenzialità della piattaforma

e, in generale, sulle potenzialità del settore ma basato anche su dati economici e di bilancio che evidenziano una gestione eccellente e profittevole per gli addetti ai lavori della società; dati alla mano infatti l'*exchange* ha generato profitti pari a 17 milioni di dollari nel 2016 e 923 milioni un anno più tardi, registrando un tasso di crescita *record* del 5329%, probabilmente spiegato dal *boom* che le criptovalute ebbero in quell'anno; il biennio 2018-2019 è stato un po' più tiepido in termini di entrate infatti si registrarono 530 milioni di dollari con 160 milioni di profitto; nel 2019 invece l'azienda ha realizzato un fatturato totale di 488 milioni e un profitto pari a 146 milioni con un volume di scambio ridotto del 3% (Bloomberg).

Il 14 Aprile 2021, finalmente avvenne il tanto atteso debutto di *Coinbase* al *NASDAQ;* esso è stato migliore di quanto si potesse immaginare infatti, pur aprendo le contrattazioni ad un prezzo iniziale post quotazione di 250$, le azioni chiusero lo stesso giorno le negoziazioni a 328,28 dollari raggiungendo una capitalizzazione di mercato di 85.8 miliardi di dollari; il giorno seguente aprirono a 381 dollari registrando un aumento del 52.4% rispetto al prezzo di riferimento iniziale, raggiunsero il picco di 427,29 dollari (raggiungendo una valutazione di 100 miliardi) prima di scendere a quota 310 (Denton, 2021).

Di seguito si riporta l'evidenza grafica dell'andamento della piattaforma dal 14 aprile 2021 (giorno di quotazione) sino al 30 aprile 2021; nel riquadro verde è indicato il trend durante i primi giorni di negoziazione.

Al fine di favorire una maggior comprensione, si è scelto il grafico a candela poiché utile per evidenziare i valori massimi e minimi raggiunti con cadenza giornaliera da parte della piattaforma, necessari per individuare il massimo strorico registrato da *Coinbase* (427,29$).

Figura 4: trend di Coinbase Global Inc da 04/14/2021 a 04/30/2021, 22/09/2021, Investing.

Il perché della discesa del prezzo delle azioni di *Coinbase* è da ricercarsi nella chiusura della posizione da parte di tutti quegli investitori/addetti ai lavori che si erano accaparrati le azioni al prezzo di apertura (250$), a discapito quindi dei soggetti interessati ad acquisire o aumentare la quantità detenuta.

Figura 5: trend di Coinbase Global Inc. 17/09/2021, Yahoo Finance.

Il grafico sopra riportato mostra il prezzo attuale di *Coinbase Global Inc*. il quale si aggira attorno ai 245 dollari, in diminuzione rispetto a quello di apertura delle contrattazioni avvenute il 14 aprile 2021. Per quanto riguarda i volumi di vendita nel primo giorno di contrattazione, erano pari a 39.777.900 di azioni, molto superiori ai 2.164.100 attuali (investing).

Una relazione è certa, maggiore è l'aumento dei prezzi delle valute digitali,

maggiore sarà l'interesse attorno alla possibilità di cavalcare l'onda ed incrementare i guadagni per gli investitori, maggiori saranno gli utenti ad usufruire della piattaforma nella speranza di replicare i risultati di chi ha fatto fortuna, maggiori saranno i volumi scambiati con conseguente accrescimento del valore in borsa dell'*exchange*.
Queste relazioni spiegano i rialzi del titolo a poche ore dalla quotazione, infatti i prezzi di *bitcoin* ed *Ethereum* sono aumentati raggiungendo picchi rispettivamente di 64.778$ e 2.300$ (investing), influenzando positivamente tra l'altro anche i prezzi delle *altcoin*. Gli utenti giornalieri sono aumentati di 1 milione (Cointelegraph) e i volumi sono quasi raddoppiati rispetto alla fase pre quotazione (teleborsa).

Si può sostenere che il *direct listing* di *Coinbase* date le conseguenze estremamente positive dell'operazione sulla piattaforma, abbia dato il via ad altre operazioni che difficilmente sarebbero avvenute senza tale evento, uno tra tutti la fusione tra *Bakkt*, piattaforma di trading di *cryptocurrency derivatives* sotto la proprietà della *Intercontinental Exchange* (*ICE*) e *VPC Impact Acquisition Holdings*, azienda di acquisizioni a scopo speciale (SPAC).
È come se tale evento di assoluta importanza nel mondo cripto, abbia dato il via ad un trend che anno dopo anno prenderà sempre più piede segnando l'inizio di una nuova era. Non a caso, la piattaforma *Kraken* (*competitor* diretto di *Coinbase*) si pone l'obiettivo di quotarsi entro il 2022 così come *Pluto Digital Asset* che mira all'*IPO* entro la fine del 2021 (Reddit).

Appurato il legame diretto che esiste tra la piattaforma e l'andamento delle criptovalute, il valore in borsa di *Coinbase*, può essere influenzato negativamente da possibili barriere normative che gli stati potrebbero applicare e, da eventuali attacchi informatici che andrebbero a minare uno dei pilastri su cui si fonda la società Californiana, vale a dire l'efficienza in termini di protocolli di sicurezza.
Riguardo al legame tra l'andamento del valore delle criptovalute e il valore della capitalizzazione di *Coinbase*, sono molti gli scettici che non credono ad una alternanza in termini di utilizzo tra valuta fiduciaria e criptovalute; sono infatti propensi a pensare che le valute digitali siano una bolla destinata a scoppiare generando una crisi finanziaria molto simile a quanto accadde con i mutui *subprime*

nell'ormai lontano 2008, segnando drasticamente la fine dei cripto *exchange*.

3.4 Le criptovalute sono una bolla destinata ad esplodere?

Come rappresentato nel paragrafo dedicato al settore delle criptovalute, il *bitcoin*, sia in termini di volumi scambiati, sia in relazione alla capitalizzazione raggiunta sul mercato, si configura come la criptovaluta per eccellenza, che ha incrementato l'interesse attorno a tale settore. È evidente come la correlazione con il valore del *bitcoin* e delle *altcoin*, le quali ricordiamo comprendono l'insieme delle valute digitali rimanenti, sia molto significativa, per cui viene da sé pensare che una variazione rilevante del *bitcoin* sia destinata a riflettersi sull'intero settore cripto. Pertanto affermare che la stessa sia una bolla destinata a collassare equivale a sostenere che l'intero settore delle *digital currencies* potrebbe fare la medesima fine, segnando irreversibilmente anche il destino degli *exchange* di criptovalute, *Coinbase* compreso. Tale supposizione è avvalorata dalle recenti macro – bolle della valuta digitale di *Satoshi Nakamoto* che si sono tradotte in macro – bolle per l'intero settore, con conseguenti impatti per le piattaforme destinate alla negoziazione delle valute digitali.

Per bolla speculativa si intende un aumento improvviso del prezzo con conseguente crollo.

In particolare, si adottano alcuni dei modelli statistici più efficaci quali:

- *Epsilon Drawdown Method*: consiste nell'individuazione delle bolle speculative al fine di identificare, per primi, i "*drawup*" vale a dire un insieme di rendimenti postivi che vengono interrotti da una successione di rendimenti negativi e i "*drawdown*" ovvero un insieme di rendimenti negativi che vengono interrotti da rendimenti positivi, in entrambi i casi non superiori, in termini di ampiezza rispetto ad un livello di tolleranza dichiarato.

Il primo fenomeno quindi si configura come un aumento del prezzo, il secondo come il vero e proprio scoppio della bolla. Il "*drawup*" termina quando si manifesta un rendimento negativo superiore, ragionando sempre in termini di ampiezza, rispetto al parametro di tolleranza dichiarato, caso opposto per il "*drawdown*". Con tale metodologia quindi si riesce ad individuare l'alternanza dei periodi di *up* e *down* e l'andamento del prezzo, il quale può essere scomposto in una successione di fasi di incremento e decremento consecutive. Applicando il suddetto modello

statistico all'andamento del *bitcoin*, che ricordiamo influenza sia il settore cripto sia *Coinbase*, notiamo nella figura 6 di seguito riportata, i picchi delle bolle che si sono verificate nel periodo compreso tra gennaio 2012 e gennaio 2018, per l'appunto indicate con le linee rosse verticali (Sousa, Rios, Hideki, & Misako, 2020).

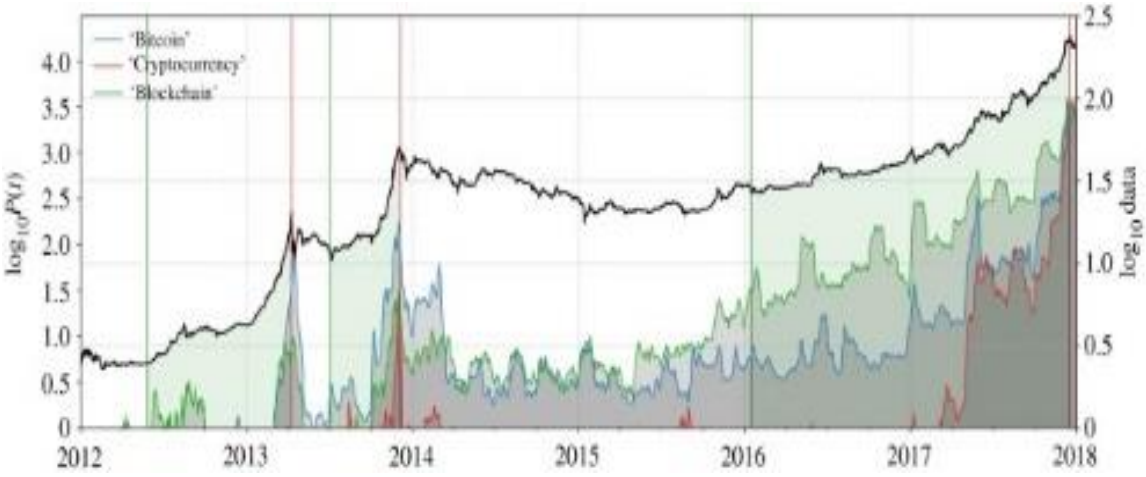

Figura 6: Dissezione della bolla di bitcoin da gennaio 2012 a febbraio 2018, 2019, Department of Management, Technology and Economics, ETH Zurich.

- *Log – Periodic Power Law Singularity* (*LPPLS*): lo scopo principale di tale modello consiste nell'individuazione del preciso istante in cui inizia la bolla, obiettivo spesso criticato dalla letteratura economica tradizionale secondo cui tali fenomeni sono totalmente imprevedibili. Alla base di questo metodo vi è un'assunzione semplice: nel mercato esistono due tipi di agenti, i *traders* che presentano aspettative razionali e basate sui fondamenti economici e i "*noise traders*" i quali invece prendono decisioni senza il supporto da parte di consulenti professionali e senza far leva su analisi avanzate; inoltre agiscono in maniera impulsiva e reagiscono esageratamente alle notizie riguardo lo strumento finanziario, buone o cattive che siano; pertanto tendono a destabilizzare in maniera significativa i prezzi di ciò che negoziano generando dei veri e propri picchi da intendersi come bolle pronte ad esplodere. Senza analizzare le complesse equazioni su cui si basa tale modello, il *Log – Periodic Power Law Singularity* permette di individuare la data di inizio della bolla, il punto di massimo del picco e il punto di minimo della discesa nonché la dimensione della bolla e le dimensioni del crollo (Wheatley, Sornette, Huber, Reppen, & Ganter, 2019).

I suddetti modelli statistici hanno consentito di individuare le tre macro bolle che

hanno caratterizzato il *bitcoin* e quindi, l'intero settore cripto, evidenziate anche dalla figura 7, di seguito riportata.

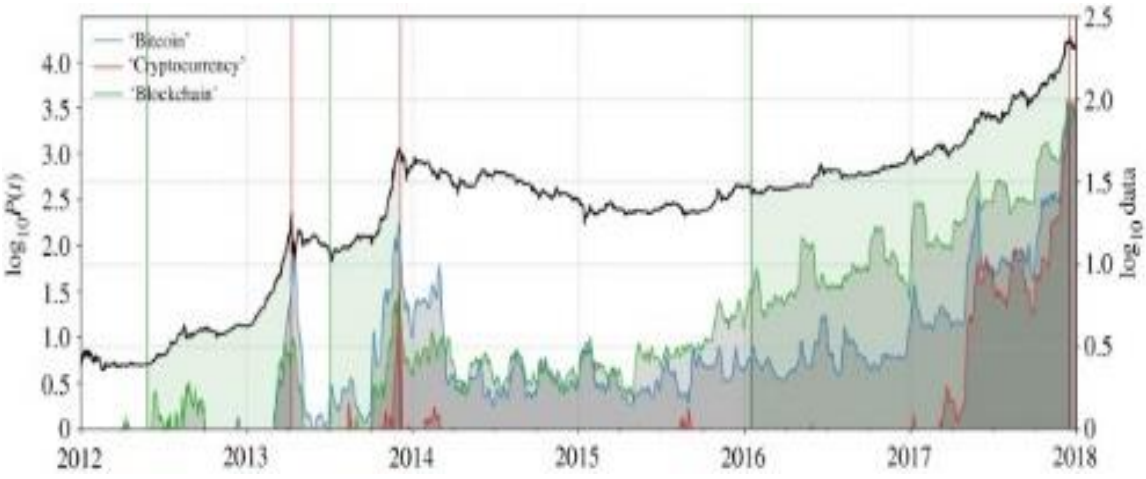

Figura 7: Dissezione della bolla di bitcoin da gennaio 2012 a febbraio 2018, 2019, Department of Management, Technology and Economics, ETH Zurich.

La prima bolla speculativa si verificò nel periodo compreso tra maggio 2012 e aprile 2013, causata, molti anni prima, dalla crisi finanziaria del 2007-2008 che ebbe ripercussioni sull'intera economia globale. Nel 2012 Cipro e la Grecia raggiunsero la peggior situazione economia della loro storia e, a seguito della sfiducia nelle istituzioni finanziarie e nei governi, iniziò a prendere piede l'idea che il *bitcoin* potesse essere una riserva alternativa di valore in quanto non sottoposto a nessun controllo e totalmente svincolato dalle politiche monetarie. A seguito del raggiungimento di veri e propri punti critici per le economie di molti stati quali Cipro, Grecia, Spagna e Portogallo (per citarne alcuni), iniziò una vera e propria corsa agli sportelli bancari al fine di proteggere i propri risparmi, ed essendoci un solo investimento totalmente indipendente dalle istituzioni, i risparmiatori cominciarono ad investire nella criptovaluta di *Satoshi Nakamoto*, considerata da tutti come lo strumento alternativo perfetto. Dopo una crescita di quasi il 4400%, il 9 Aprile 2013 la bolla scoppiò riducendo del 70%, in nemmeno una settimana, il valore della valuta digitale. La causa principale del crollo non è stata la crisi finanziaria della Grecia e l'introduzione della tassa di *Bail-in* di Cipro, bensì la crisi che colpì *MtGox*, piattaforma di negoziazione di criptovalute più importante in quegli anni e l'instabilità oltre all'elevata suscettibilità del *bitcoin* alle notizie negative (Chaim & Laurini, 2019).

La seconda bolla speculativa avvenne pochi mesi più tardi, nel periodo compreso

tra luglio 2013 e dicembre 2013. In questi mesi, a causa della crisi del debito europeo, si verificò quello che accadde durante la prima bolla; il *bitcoin* inteso come investimento alternativo e totalmente svincolato dalla gestione da parte delle istituzioni finanziarie e dei governi, nei confronti dei quali la fiducia era ormai persa, appariva essere perfetto. In quel periodo, grazie all'accettazione della valuta digitale come mezzo di pagamento da parte della Cina e alla nascita di due cripto *exchange* cinesi (*Houbi* e *OKCoin*), il prezzo della criptovaluta crebbe velocemente fino a superare i 1000$. Tutto ciò finì quando la stessa Cina, che pochi mesi prima aveva autorizzato l'utilizzo del *bitcoin*, improvvisamente lo vietò generando una riduzione evidente del prezzo e quando *MTGox*, che ricordiamo all'epoca era il cripto *exchange* con il maggior volume di scambio, fu costretta a sospendere gli scambi a seguito del furto di quasi 1 milione di *bitcoin*, generando oltre ad una drastica riduzione del valore delle valute digitali, anche la perdita di affidabilità e credibilità nel mondo cripto (già messa a rischio pochi mesi prima) (Chaim & Laurini, 2019).

La terza ed ultima bolla speculativa individuata risale al periodo gennaio 2016 – dicembre 2017. Dopo la seconda bolla speculativa, il Sol Levante eliminò il divieto circa l'accettazione delle criptovalute come mezzo di scambio e, conseguentemente a tale revoca, nacquero numerosi cripto *exchange*. Se nelle precedenti casistiche, le criptovalute vennero viste come un mezzo alternativo alla moneta fiduciaria a seguito di una scarsa fiducia nei governi e nelle istituzioni finanziarie, nel periodo che caratterizzò la terza ed ultima bolla, il *bitcoin* venne visto come investimento alternativo in Cina, a seguito della svalutazione che la moneta locale, ebbe sul dollaro. In risposta al deprezzamento, gli investitori cinesi con disponibilità maggiori optarono per il trasferimento dei propri risparmi in *asset* più sicuri, i rimanenti videro invece nella valuta digitale di *Nakamoto*, una soluzione semplice ed efficacie. A tale evento, si aggiunse, da un lato l'accusa da parte della *PBoC* (la banca popolare cinese) nei confronti degli *exchange* di criptovalute i quali, non essendo regolamentati, venivano visti come degli strumenti per svolgere attività di riciclaggio di denaro e manipolazione dei volumi di scambio, da l'altro fu interrotto il *trading* con leva, si vietarono le *Initial Coin Offerin* (*ICO*) fino ad arrivare ad una chiusura totale delle piattaforme di scambio mettendo fine alla negoziazione di cripto *currencies* in Cina, con conseguente crollo del valore del *bitcoin* e delle

altcoin. Tali restrizioni però, furono meno problematiche del previsto infatti la reazione degli *exchange* non si fece attendere. Essi spostarono semplicemente le attività di scambio di criptovalute all'estero determinando una ripresa in termini di prezzo e di volumi scambiati. Il vero e proprio problema, si affrontò quando la Corea del Sud (terzo paese al mondo per volumi scambiati di cripto), la borsa di Tel Aviv e numerosi stati europei, proposero di bandire la negoziazione delle valute digitali causando il crollo dei prezzi nel settore cripto con il solo *bitcoin* che perse il 60% del valore in poche settimane raggiungendo i valori minimi storici (Chaim & Laurini, 2019).

La letteratura moderna evidenzia come le bolle speculative di *bitcoin* e in generale, del settore cripto, siano stati degli eventi causati soprattutto da fattori esterni quali ambiente normativo, vincoli imposti da parte di autorità e istituzioni finanziarie etc... ma anche da inaffidabilità di alcuni progetti alla base delle valute digitali o della tecnologia *blockchain* (pilastro portante delle cripto *currencies*).
A tal proposito si passa in rassegna una particolare tipologia di operazione che nell'80% dei casi gioca da antagonista alla credibilità del mondo cripto: il fenomeno dell'*Initial Coin Offering* (*ICO*).

3.4.1 La volatilità delle Initial Coin Offering (ICO)

Comunemente conosciuta con il nome di *ICO*, l'*Initial Coin Offering* è per il settore delle criptovalute, quello che l'*Initial Public Offering* è per un'azienda interessata a quotarsi; è quindi un'operazione finalizzata al lancio di un *token* collegato ad un progetto che utilizza il sistema *blockchain*. Può configurarsi anche come un vero e proprio *crowdfunding* rivolto allo sviluppo/lancio di un progetto. Le *ICO* sono molto adottate nel mondo cripto, questo perché da un lato consentono all'azienda che le adopera di raccogliere facilmente il capitale per sovvenzionare la propria *start-up*, dall'altro il pubblico interessato alla suddetta operazione, ottiene i *token* ad un prezzo inferiore rispetto all'ipotetico valore che avranno sul mercato (Comandini, 2020).
Pertanto in relazione alla logica attorno all'operazione, l'*Initial Coin Offering* appare essere molto simile all'IPO; tuttavia, in termini di caratteristiche le due operazioni presentano delle sostanziali differenze: nelle ICO la raccolta di capitale

è destinata a chiunque sia interessato, anche a coloro che hanno un portafoglio limitato, permettendo all'azienda di aprirsi ad investitori non – istituzionali; inoltre non si è obbligati a rispettare nessun vincolo temporale e a presentare nessun nulla osta per eseguire il processo di quotazione, e purtroppo per gli investitori, non è richiesta alcun tipo di garanzia (Comandini, 2020).

È proprio l'assenza di sicurezza delle *Initial Coin Offering* nel mondo delle criptovalute, che genera una scarsa credibilità del settore. Molti progetti (circa l'80% delle *ICO*) si sono rivelati essere non realizzabili o, nel peggiore dei casi, delle vere e proprie truffe, inoltre avvenendo sulla rete, possono essere soggette ad attacchi di *phishing* e *ransomware* nei confronti dei quali l'investitore non sarà tutelato a causa dell'assenza di intermediari per l'esecuzione dell'operazione. Una delle truffe più frequenti è la cosiddetta *Pump & Dump*, che consiste nel gonfiare artificialmente il prezzo del *token* attraverso dichiarazioni molto positive sul progetto per poi venderle una volta raggiunto un prezzo elevato. Una volta venduto il *token*, il prezzo precipita registrando una perdita per tutti gli investitori (Comandini, 2020).

Dato l'elevato azzardo alla base dell'operazione e a causa dei numerosi soggetti emittenti con fini poco etici e onorevoli, la *SEC* e la *UK Financial Conduct Authority* stanno regolamentando tali strumenti, segnalando continuamente le *ICO* come operazioni altamente rischiose, speculative e, nella maggior parte dei casi, delle vere e proprie truffe, condotte da aziende con progetti irrealizzabili (non è una sorpresa che la *People's Bank of China* le abbia ufficialmente vietate indicandole come uno strumento che mette a repentaglio la stabilità economica e finanziaria, proibendo inoltre l'offerta di ogni servizio bancario collegato all'esecuzione delle *ICO*). Non bisogna ovviamente criminalizzare il fenomeno in quanto non tutte le *ICO* si basano su progetti – truffa, basti pensare alla stessa *Ethereum* che nel 2014 si è finanziata proprio tramite tale processo; è bene però informare l'investitore che, a fronte degli altissimi profitti che è possibile ottenere dal suddetto processo, sono presenti numerosi rischi connessi all'eventualità che l'investitore perda il proprio denaro.
Ovviamente non esiste una relazione diretta tra l'*Initial Coin Offering* e l'*Initial Public Offering di Coinbase* ma le due operazioni sono molto più legate rispetto a

ciò che sembra; come sopra riportato, le *ICO* spesso si rivelano essere delle vere e proprie truffe e, in questi casi (che sono la maggioranza) generano una perdita di credibilità e affidabilità per il mondo cripto. Ciò potrebbe tradursi in una riduzione di interesse da parte degli investitori, in una diminuzione del volume di affari e, per *Coinbase*, in minor profitti. Dunque è interesse della piattaforma listare *token* collaudati oltre che sicuri e prendere le distanze da tutti quei progetti irrealizzabili che nella maggior parte dei casi, adottano l'*ICO* come strumento di finanziamento.

L'investitore deve informarsi su ciò in cui investe, deve saper distinguere i progetti validi e che possono apportare un valore aggiunto, da quelli irrealizzabili o che assomigliano più a truffe, svolgendo un'indagine circa le operazioni di quotazione scelte dal *token*, se tramite *ICO*, che presenta un elevato rischio di rivelarsi una truffa, oppure tramite *STO, IEO* o *IDO* [71], che invece presentano una maggior attendibilità (Comandini, 2020).

Tralasciando i vantaggi che le criptovalute garantiscono all'economia globale e più in particolare ai singoli investitori (trattati dettagliatamente nel primo paragrafo) è improbabile un mondo senza la tecnologia *blockchain*, dimostrato dall'avvento degli *NFT* (*Non-Fungible Token*), *smart contract* e alle innovazioni apportate continuamente alla finanza decentralizzata (*DeFi*).

Indubbiamente i miglioramenti sotto certi aspetti devono essere assicurati, vedi per esempio la questione riguardante la regolamentazione e la sostenibilità ambientale visto che le attività di *mining* (indispensabili per il funzionamento dei blocchi) sono estremamente energivore, ma grazie all'interesse dei più grandi *player* del mercato come *Amazon* e *Tesla* che hanno cominciato ad accettare i pagamenti in criptovalute, agli enormi benefici che possono portare agli utenti/economia globale e all'interesse sempre maggiore che le banche centrali hanno di creare le proprie valute digitali, il destino del settore cripto è tutt'altro che segnato in negativo; cambierà, muterà e probabilmente ci saranno altre bolle ma non scomparirà.

[71] Con gli acronimi *STO, IEO* e *IDO*, si intendono delle varianti dell'*Initial Coin Offering*. Riguardo le *Security Token Offering*, esse sono più affidabili rispetto alle ICO poiché regolamentate e vincolate da autorità di controllo; *le Initial Exchange Offering* sono "*un evento di raccolta fondi amministrato da un exchange autorevole*" (*Binance*). Consiste nella gestione da parte di un'*exchange* per conto di una *start-up* il cui fine è quello di raccogliere fondi, in cambio la la stessa pagherà delle commissioni relative alla quotazione e una percentuale dei *token* venduti tramite *IEO*. Infine con l'acronimo *IDO* si intende l'*intial DEX offering*, in tutto e per tutto simili alle *IEO* con l'unica differenza di essere condotte su *exchange* decentralizzati. – (Comandini, 2020).

3.5 Prospettive future

Il processo di quotazione tramite *Direct Listing* di *Coinbase* è sicuramente un evento di assoluta rilevanza, unico nel suo genere che rivoluziona la finanza come viene intesa oggigiorno in quanto primo (ed unico finora) cripto *exchange* ad essere approdato sul mercato borsistico.

Come evidenziato dettagliatamente nei precedenti paragrafi, la strategia di *Coinbase* è orientata ad incrementare le funzionalità, il bacino di utenza, il volume di scambio e lo *stock* di valute digitali destinate alla negoziazione, anno dopo anno, al fine di imporsi come *leader* indiscusso non soltanto negli Stati Uniti ma in tutto il globo. Il raggiungimento di tale obiettivo diventa ancor più fondamentale dal momento che è una società quotata indi per cui deve perseguire i propri intenti allo scopo di incrementare il valore non soltanto per gli addetti ai lavori o per gli *users* che negoziano quotidianamente le valute digitali e che usufruiscono delle numerose funzionalità offerte da *Coinbase*, ma anche per gli azionisti.

La piattaforma, considerando anche la data di fondazione recente, si trova in una fase estremamente giovane, di crescita continua, dimostrata dal fatto che pur presentando un andamento strettamente connesso al mercato cripto (durante le fasi di forte crescita dei prezzi il fatturato di *Coinbase* aumenta, viceversa nel caso opposto), investe anche nei momenti in cui i prezzi delle valute digitali sono bassi, ergo in periodi in cui il fatturato della società diminuisce. Il fine quindi è quello di ottenere una crescita progressiva e sfruttare al meglio le opportunità che il futuro le può offrire. Pertanto i punti cardine della strategia di crescita della piattaforma sono: la continua attrazione di nuovi clienti, l'incremento dello *stock* di criptovalute offerte agli *users* ed infine la creazione/sviluppo dei prodotti.

In relazione al primo passo, *Coinbase* mira ad indirizzare la propria offerta a più di 3.5 miliardi di utenti; per raggiungere tale obiettivo dovrà far leva sulla cosiddetta *Crypto Education* quindi sul livello di conoscenza e di consapevolezza degli individui verso la criptoeconomia. Questo tipo di attività è già iniziata infatti la piattaforma offre il servizio "*Coinbase Earn*" che consente agli utenti di guadagnare valute digitali in maniera del tutto gratuita, semplicemente guardando brevi video

introduttivi su *blockchain* e nuove *digital currencies* e rispondendo ai relativi quiz proposti. Tuttavia tale divulgazione di conoscenza, al fine di attrarre nuovi utenti, è ancora gli albori in quanto disponibile per un piccolo gruppo di clienti e aventi per oggetto un numero limitato di valute digitali. È per questa motivazione che il team della piattaforma sta investendo ingenti quantità di risorse e di denaro nell'incremento del numero di seminari, interventi, conferenze ed incontri in ambienti universitari, indirizzati ad un pubblico per lo più giovane e maggiormente propenso all'innovazione, che rappresenta l'investitore di domani. Altro servizio che mira ad introdurre, consiste in un'assistenza più semplice ed immediata, tramite operatori, per la risoluzione di problematiche complesse che difficilmente possono essere eliminate tramite un servizio e-mail o chat su *reddit*, come avviene attualmente (Coinbase).

Sempre in relazione all'incremento del bacino di utenza, l'*exchange* si è prefissato l'obiettivo negli anni a venire, di estendere la propria offerta non soltanto al mercato statunitense o a quello europeo ma anche al continente asiatico che rappresenta la più grande opportunità di crescita possibile. Sicuramente dovrà riuscire a sopportare la concorrenza dei *competitors* (circa 4 *exchange* su 5 sono asiatici – *Cointelegraph*) ma le opportunità di crescita offerte da tale continente, sono talmente profittevoli da valerne la pena. Ciò è dimostrato soprattutto dai dati disponibili circa l'adozione delle cripto nel continente asiatico: circa il 31% delle transazioni provengono dall'Asia (Coindesk); solamente nel 2020 gli account del continente hanno ricevuto l'equivalente di 110 miliardi di dollari in criptovaluta (Coindesk), il 77% in più rispetto all'area europea (seconda in questa classifica); il 65% dell'*hashrate* proviene dal Sol Levante il che significa che più della metà dei *bitcoin* appena estratti, provengono da indirizzi con sede in Asia (Coindesk); il 44% delle transazioni avviate da account in Asia ha come controparte un altro account della medesima regione (in Europa per esempio questo avviene solo nel 22% dei casi) facilitando la possibilità che il mercato asiatico diventi autosufficiente nel giro di pochi anni (Coindesk).

Pertanto il territorio asiatico è il mercato più rilevante di criptovalute al mondo in termini di volumi e di innovazione delle diverse tecnologie *blockchain* implementate; per esempio la Corea del Sud è un noto distretto della produzione ed

estrazione delle *utility token*, grazie anche alle normative vigenti che stimolano e autorizzano il pagamento tramite *digital currencies*.

Altro punto fondamentale è la propensione e la cultura asiatica nel condurre qualsiasi aspetto della vita quotidiana attraverso gli *smartphone*, dai semplici acquisti, al pagamento di bollette, prenotazione di viaggi etc… (questo si sposa perfettamente con il mondo cripto).

Da quanto sopra descritto, si evince il potenziale enorme del mercato asiatico e di come *Coinbase* debba sfruttarlo appieno per trasformare delle semplici opportunità in vantaggi e riscontri concreti. La piattaforma è comunque operante in 20 paesi asiatici ma al momento offre esclusivamente la funzione di conversione delle valute digitali in altre, ad esclusione di Singapore, dove le funzionalità sono numericamente maggiori, e di Cina e Giappone, dove invece, ad oggi, non opera. Nel suo piano strategico si propone, nel breve periodo, di introdurre funzionalità di scambio con metodi di pagamento che supportano le valute locali quali yuan cinese e yen giapponese (ad oggi assenti) e di far leva sull'estensione della piattaforma, vale a dire su *Coinbase Pro*, questo perché nel continente asiatico il numero di trader professionisti è molto maggiore rispetto agli altri territori (Coinbase).

Riguardo l'incremento dell'offerta di criptovalute da parte di *Coinbase*, tale pilastro strategico è strettamente connesso alla strategia di internazionalizzazione sopra menzionata in quanto, da tempo, il territorio asiatico è interessato alla speculazione su valute digitali meno conosciute, presenti per esempio su alcuni *exchange* quali *KuCoin* o *Binance*. I benefici maggiori sono rappresentati dalle opportunità di espandere il numero di risorse crittografiche attraverso nuovi *asset* digitali, di eseguire un'integrazione con nuovi protocolli *blockchain*, di incrementare e continuare il processo innovativo, consentendo ai clienti di interagire con un maggior numero di criptovalute e, non per ultimo, di rafforzare le *partnership* per ampliare i sistemi di pagamento con le valute digitali. Altro obiettivo della società americana consiste nel porre maggiore attenzione sulla decentralizzazione dell'offerta quindi nell'uso della finanza decentralizzata e negli *smart contract* (i quali consentono agli sviluppatori di creare funzionalità molto sofisticate come per esempio i *Dapp* vale a dire app decentralizzate che permettono molteplici

funzionalità oltre alle singole ricezioni/invii di valute digitali), strategia già avvita da *Binance* che ricordiamo essere leader indiscusso degli *exchange* (Coinbase).

Pertanto si evince dal piano strategico della piattaforma, come la stessa sia interessata ad attrarre nuovi clienti in concomitanza all'incremento del volume di scambi, ad incrementare la *brand image* associata alla società (possibile soprattutto grazie alla strategia di internazionalizzazione che *Coinbase* vuole applicare) ed al raggiungimento di un maggior livello di soddisfazione al fine di velocizzare il processo di fidelizzazione del cliente.

Sicuramente la pandemia causata dal COVID – 19 ha rallentato l'implementazione del piano strategico da parte di *Coinbase*; ha posto in una fase di stallo l'intera economia mondiale, comprendendo anche il mondo cripto e gli *exchange* ad esso collegati. Si è registrata in Cina (regione all'interno della quale la piattaforma puntava ad entrare entro la fine del 2020) una forte riduzione dell'*hash rate*, vale a dire dell'unità di misura della potenza di elaborazione della rete *bitcoin*, passando da 136,2 quintilioni di *hash* a 75,7 quintilioni in meno di 30 giorni a seguito delle restrizioni e del *lockdown* che hanno impossibilitato i dipendenti a raggiungere i propri uffici per la produzione/estrazione della valuta stessa (Coinbase).

La pandemia non ha impattato in maniera rilevante il valore della società, questo perché i valori più bassi delle principali criptovalute (*bitcoin* ed *ethereum* tra tutte), sono stati raggiunti ad inizio crisi sanitaria, nel periodo marzo - aprile 2020, quando ancora la piattaforma non era approdata sul mercato borsistico. Se la quotazione fosse avvenuta durante le fasi iniziali della pandemia COVID – 19, la riduzione repentina dei prezzi del *bitcoin* e delle *altcoin* in generale, avrebbe generato degli strascichi anche sul valore dell'azienda neo quotata, come peraltro sarebbe accaduto anche ad una società tradizionale.
Di seguito è riportato il confronto tra l'andamento del *bitcoin*,(celeste) del *NASDAQ* (giallo) e della piattaforma americana (blu) dove si evince come il trend dell'*exchange* e della criptovaluta, oltre ad essere correlati tra di loro, registrino relativamente delle perdite pari a 27,34% e 19,73%, differentemente da quanto si osserva confrontando gli stessi, con l'indice americano che invece mostra una variazione positiva del 13,74% da inizio anno.

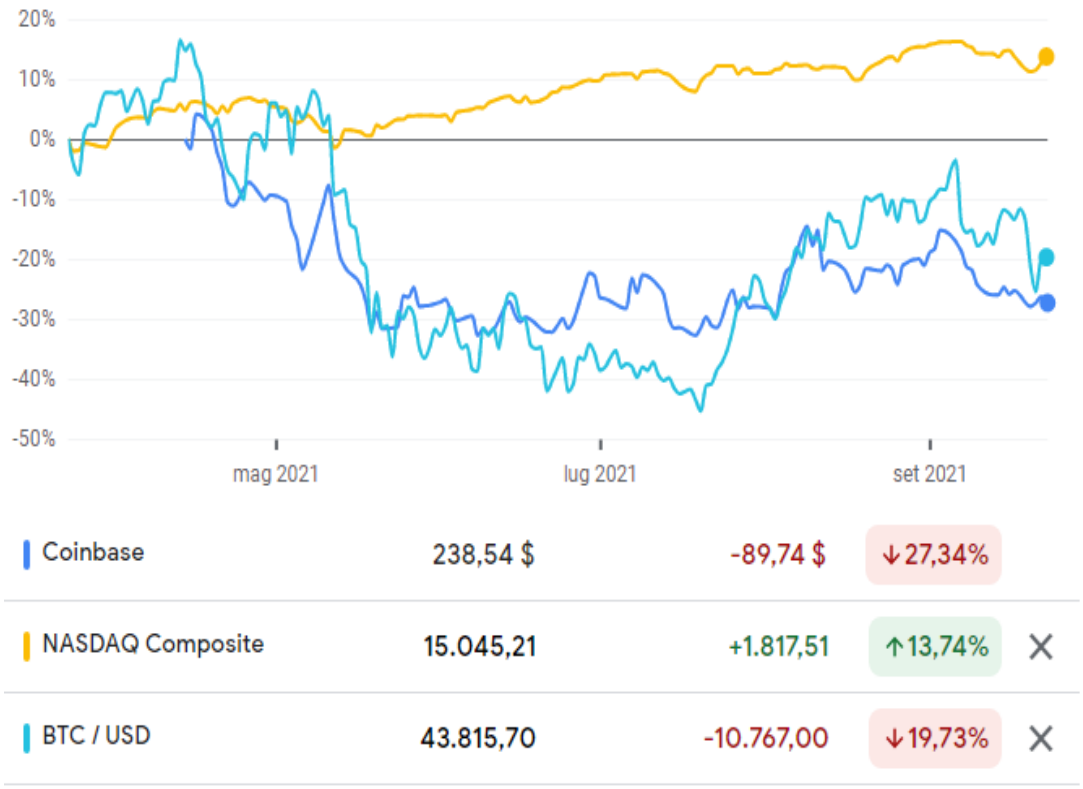

Figura 8: Confronto del trend di Coinbase, NASDAQ e bitcoin, 23/09/2021, Google Finance.

Dal grafico riportato, risulta evidente come l'andamento delle azioni di *Coinbase* sia più correlato al valore del *bitcoin* che al *NASDAQ*.

Conclusioni

L'elaborato in oggetto, è stato presentato con lo scopo di:

- analizzare il fenomeno *IPO* descrivendo dettagliatamente le metodologie più ricorrenti adottate per l'esecuzione di un processo di quotazione di successo;
- descrivere i modelli matematici adoperati per la corretta stima del prezzo di emissione delle azioni da cui dipende il successo o fallimento nel periodo post – quotazione della società;
- esaminare il settore delle criptovalute esponendo le caratteristiche principali, le tecnologie alla loro base e i benefici che possono apportare alla vita quotidiana degli individui nonché all'economa globale.

Il focus si concentra maggiormente sul *direct listing* di *Coinbase*, primo cripto *exchange* ad approdare sul mercato borsistico (precisamente al *NASDAQ*), dalle motivazioni che hanno spinto la piattaforma ad adottare la quotazione diretta, ai benefici che si aspetta di ottenere, sino ad arrivare alle strategie future e all'impatto che la pandemia COVID – 19 ha avuto su di esse.

L'analisi svolta ha consentito di individuare nel processo di quotazione, il culmine di un piano strategico di lungo termine per l'impresa, con il quale finanziare la crescita, incrementare la visibilità/credibilità della società e attrarre nuovi talenti (mantenendo i propri) incentivandoli con schemi remunerativi persuasivi.

Si è reso evidente il perché la piattaforma abbia scelto il *direct listing* come mezzo mediante il quale approdare in borsa e di come sia riuscita, proprio grazie a tale processo, a valorizzare ancor di più la colonna portante del suo *business model*, vale a dire l'affidabilità in termini di protocolli di sicurezza e di protezione dati, tratti distintivi che la differenziano notevolmente dagli altri *exchange* presenti sul mercato, i quali offrono un quantitativo di funzioni maggiori ma poggiano su protocolli meno efficienti.

Il *direct lisiting* di *Coinbase* pertanto, oltre ad essere stato adottato per motivazioni riguardanti le grandi dimensioni della piattaforma, la fase di crescita in cui si trova e il possesso di una forte *brand image*, si pone come mezzo mediante il quale favorire la diffusione della *crypto education* al fine di trasmettere, ai tanti soggetti

che vedono nel mondo cripto un qualcosa da cui prendere le distanze, consapevolezza e comprensione delle potenzialità delle valute digitali.

Lo studio inoltre si è soffermato particolarmente sulle aree geografiche di interesse della piattaforma, all'interno delle quali agisce, dando una spiegazione delle motivazioni che non l'hanno spinta ad operare nel continente asiatico ma dimostrando come, grazie anche al processo di quotazione, nel prossimo triennio *Coinbase* punti ad agire nel Sol Levante e a competere in maniera ancor più accanita con gli *exchange* asiatici.

A causa della data recente di quotazione non è possibile dimostrare se il processo stesso abbia comportato più benefici che rischi in quanto non avvalorato o dimostrato dalla storia, ma sicuramente si configura come un evento epocale, che segna l'inizio di una nuova era in cui le criptovalute e gli *exchange* ad esse connessi, diventano qualcosa in più rispetto a semplici *asset* speculativi; ridisegna le regole della finanza come viene intesa oggigiorno e rinnova il legame tra di essa e il mondo *digital*.

Indubbiamente i miglioramenti da apportare sono notevoli sia in termini di sostenibilità ambientale poiché l'attività di *mining* risulta essere estremamente energivora e inquinante, sia in termini di *cybersecurity* in quanto, pur essendo la piattaforma più sicura, un eventuale attacco *hacker* non ridurrebbe soltanto la credibilità della società ma anche il suo valore in borsa essendo ormai una società quotata.

Tuttavia siamo di fronte ad uno snodo che rappresenta un punto di svolta e che comporterà conseguenze a livello economico, sociale e tecnologico; l'approdo a *Wall Street* di *Coinbase* e, più in generale, la sua quotazione tenderà ad incrementare l'*hype* per il settore delle criptovalute, evidenziandone i benefici ma anche i punti di criticità sui quali intervenire, ma di certo non sarà un evento nemico alla diffusione delle *digital currencies* e della tecnologia *blockchain*.

È più da intendersi come un avvenimento anticipatore del trend futuro, dove anche altri *exchange* fisseranno l'obiettivo di quotarsi in borsa, ponendosi come valide alternative agli investimenti convenzionali che hanno caratterizzato i portafogli di tutti gli investitori.

Bibliografia

Battistella, P. (2020). *Global Investor.* Euromoney Institutional Investor PLC .

Bendig, D., Brettel, M., & Schmidt, S. (2018). Building an equity story: the impact of effectuation on business angel investments. *Journal of business economics*.

Benveniste, L., & Busaba, W. (1997). Bookbuilding vs Fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 383-403.

Biais, B., & Faugeron-Crouzet, A. (2002). Ipo auction. *Journal of Financial Intermediation*, 9-36.

Boccardelli, P., & Fontana, F. (2015). *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.* HOEPLI.

Borsaitaliana. (2000). *Guida pratica alla valutazione.*

Borsaitaliana. (2010). *Guida pratica alla valutazione.*

Brogaard, J., Hendershott, T., & Riordan, R. (2014). *The review of financial studies: High frequency and price discovery.*

Chaim, P., & Laurini, M. (2019). Is Bitcoin a bubble? *Elsevier Science BV*.

Comandini, G. (2020). *Da Zero alla Luna.* Dario Flaccovio Editore .

Cornelli, F., & Goldreich, D. (2001). *Bookbuilding and strategic allocation.* The journal of finance.

Cumming, D., & Johan, S. (2018). *The oxford handbook of IPOs.*

Denton, J. (2021). What you need to know about the Coinbase IPO: Why it's big news, how UK investors can buy shares and the things to beware before investing . *Global Finance Magazine* .

Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2015). *Analisi Aziendale.* Giappichelli.

Draho.J. (2004). *The IPO decision. Why and how companies go public?* . UK: Edward Elgar Publishing Limited .

Gherardi.L. (s.d.). *Il senso delle parole* .

Gherardi.L. (s.d.). *Il senso delle parole* .

Gregory, A. (2021). *Global Capital, Coinbase: keep it Crypto.* Euromoney Institutional Investor PLC .

Heeho, K., Seong-Hoon, C., & Yongku, K. (2015). Home bias, risk differential and cultural spatial spillover effects. *Journal of International money and finance*.

Hensel.N. (2005). Efficency in IPOissuance processes? A case study of Google's ipo - the advantages of online auctions may be more theoretical than real . *Business Economics*, 55-66.

Ianotta.G. (2009). *Investment Banking, A guide to underwriting and advisory services.* Berlin

Heidelberg Springer.

Jaffe, M., Rodgers, G., & Gutierrez, H. (2018). Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* .

Jenkinson, T., & Ljungqvist, A. (2001). Going public: the theory and evidence on how compnies raise equity finance. *Oxford University Press*.

Leite, T. (2000). *Overpricing and Underpricing in IPOs: An initial excess returns template.* Norwegian School of Economics and Business Administrazion.

Lombardo.S. (2011). *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni.* . Quaderni di giurisprudenza commerciale; Giuffrè editore.

Lopez, D., Karpf, J., & Grannis, H. (2020). Direct Listings 2.0—Primary Direct Listings. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* .

Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management* , 5-37.

Nickerson.B. (2019). The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing. *The University of Law Chicago*, p. 985-1025.

Richardson, T., Vickovich, A., Shapiro, J., & Eyers, J. (2021). Coinbase IPO sparks rush for crypto assets . *Australian Financial Review* , 17.

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics* , 187-212.

Seth, W., & Pollack. (2013). *Senior Honors Thesis Spring, The Role of Retail Investors in Book Built IPOs* .

Singer, A. (2021). Cryptocurrencies:Coinbase IPO Breaks New Ground. *Global Finance Magazine* , 17.

Sodini, M. (2015). *Il valore di un'azienda in base ai multipli.* fondazione nazionale dei commercialisti.

Sornborger, T. (2021). Move Over IPOs: Unicorn Direct Listing May Be the New Mythical Beasts In Town. In T. Sornborger, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* (p. 215-250).

Sousa, D., Rios, A., Hideki, T., & Misako, T. (2020). Segmentation of time series in up-and down-trends using the epsilon-tau procedure with application to USD/JPY foreign exchange market data. *Web of science*.

Taulli.T. (2012). *High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders.* Bloomberg financial series .

Taulli.T. (2012). *High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders.* Bloomberg financial series.

Taulli.T. (2012). *High-Profit Ipo Strategies: Finding Breakout IPOs for investors and traders.*

Bloomberg financial series.

Wheatley, S., Sornette, D., Huber, T., Reppen, M., & Ganter, R. (2019). Are Bitcoin bubbles predictable? Combining a generalized Metcalfe's Law and the log-periodic Power Law Singularity model. *Royal Soc*.

Wiley, & Sons. (2014). *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies.*

Womack, K., & Derrien, F. (2003). Auctions vs Bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. *Review of Financial Studies*, 31-61.

Sitografia

www.ilsole24ore.com

www.wallstreetitalia.com

www.consob.it

www.borsaitaliana.it

www.Coinbase.com

www.Cointelegraph.com

www.Binance.com

www.Kucoin.com

www.Huobi.com

www.Kraken.com

www.Bloomberg.com

www.Coindesk.com

www.investing.com

www.reddit.com

www.Goldmansachs.com

Abstract

Sempre più frequentemente, le aziende si ritrovano a dover compiere numerose scelte strategiche al fine, per esempio, di incrementare la redditività o per migliorare la propria posizione sul mercato o ancora per sfruttare le sinergie tra le differenti *business unit*. Tra tutte, assume grande rilevanza la quotazione in borsa grazie alla quale l'impresa accresce la propria visibilità, finanzia la crescita tramite il reperimento di nuove risorse, attrae e mantiene i talenti grazie al prestigio raggiunto attraverso il processo stesso e mediante schemi remunerativi stimolanti quali *stock option* ed infine acquisisce una nuova moneta di scambio rappresentata proprio dalle azioni che la società si accingerà ad emettere.

L'approdo sul mercato borsistico pertanto, è da intendersi come l'epitome del successo, un punto di arrivo di un piano strategico di lungo termine, tanto rilevante per la società, in termini di benefici, quanto costoso ma soprattutto rischioso se eseguito nella maniera errata.

Lo scopo del presente progetto consiste nell'individuazione dei vantaggi connessi all'esecuzione del processo di quotazione, le fasi e le modalità dell'operazione, i soggetti coinvolti e i modelli matematici adottati per una corretta stima del prezzo delle azioni da emettere, con un particolare focus sulla quotazione della piattaforma di criptovalute *Coinbase*, primo cripto *exchange* ad approdare sul mercato borsistico.

Generalmente, il processo di quotazione può avvenire tramite:

- offerta pubblica di sottoscrizione (OPS) o *primary offering*, consistente nella sottoscrizione di azioni di nuova emissione sul mercato primario;
- offerta pubblica di vendita (OPV) o *secondary offering* la quale si esplica nel collocamento di azioni già esistenti a prezzi e quantità prefissate;
- offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS) avente per oggetto azioni già in vendita e di nuova emissione;
- quotazione diretta o *direct listing* mediante il quale la società non emette nuove azioni ma procede alla vendita di quelle già in circolazione senza l'ausilio di intermediari finanziari.

e presenta le seguenti fasi:

- fase preliminare all'interno della quale viene eseguita un'indagine circa la convenienza strategica, finanziaria ed economica dell'operazione, si scelgono gli intermediari che accompagneranno l'impresa durante il processo di quotazione e, durante il *kick-off meeting* (step conclusivo della fase) si deliberano modalità e termini dell'intero processo di *Initial Pubblic Offering;*
- fase iniziale la quale comincia con il processo di *due diligence* finalizzato ad accertare il rispetto dei requisiti formali e sostanziali. Viene redatto il prospetto informativo in concomitanza con la preparazione dei dati finanziari da inserire nell'*offering circular* e, dopo aver convocato il consiglio di amministrazione, l'assemblea ordinaria e straordinaria e successivamente all'approvazione del bilancio insieme al progetto di quotazione, lo *step* termina con la presentazione alla Consob e Borsa Italiana della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo e di ammissione alla quotazione;
- fase intermedia durante la quale avviene l'attività cruciale di *pre-marketing* finalizzata all'individuazione degli investitori interessati alla società quotanda;
- fase esecutiva, *step* conclusivo del processo di quotazione all'interno della quale viene portata a termine l'offerta e successivamente avviene la negoziazione delle azioni in borsa.

Poiché tale operazione implica una serie di cambiamenti fondamentali, la società interessata, dopo aver eseguito un'analisi in termini di costi - benefici derivanti dalla quotazione stessa e, una volta manifestata la volontà di procedere, dovrà attuare un processo di modellamento dell'assetto organizzativo rispettando alcuni obblighi tra cui: assicurare maggior trasparenza, condividere le decisioni strategiche in funzione degli interessi degli stakeholder, minimizzare i fenomeni di asimmetria informativa trasmettendo costantemente le informazioni e soprattutto redigere un *business plan* al cui interno vengano sottolineati i punti di forza e di debolezza dell'impresa, utili per presentarla ai potenziali investitori. La futura quotata viene poi posta di fronte ad altre scelte cruciali circa l'individuazione del mercato all'interno del quale quotarsi (nazionale, internazionale o in entrambi), la perfetta individuazione del *timing* ricercando

congiunture favorevoli che possano garantire maggior possibilità di successo per l'intero processo di quotazione ed infine la corretta determinazione del prezzo delle azioni pronte all'emissione, decisioni che non possono essere prese in completa autonomia. Pertanto si evince l'importanza del ruolo dei consulenti esterni i quali supportano l'interessata sia nelle fasi che caratterizzano il processo, sia nel compimento delle numerose scelte strategiche necessarie ad assicurare l'efficacia della quotazione.

Al riguardo distinguiamo le figure maggiormente coinvolte:

- *global coordinator* (figura rappresentata generalmente da banche di investimento nazionali o estere), è il responsabile del processo di collocamento delle azioni sul mercato della società emittente oltre ad essere il soggetto predisposto a svolgere funzioni di supporto informativo e consulenziale alla stessa e ai suoi azionisti circa gli aspetti di tale processo. È responsabile della realizzazione di una serie di studi/analisi circa la fattibilità dell'operazione al fine di fornire al *management* e agli azionisti un valore indicativo riguardo il capitale economico della società. In caso di esito positivo, insieme ai legali, revisori e *advisors*, esegue l'attività di *due diligence* relativa al *management*, al *business* dell'impresa nonché all'idoneità dei sistemi di controllo di gestione. Grazie al suo ruolo di coordinatore, il *global coordinator* risulta essere presente in tutti i momenti dell'operazione, dalla costituzione e direzione dei consorzi di collocamento, al supporto nella redazione del prospetto informativo, al *pre- marketing*, all'organizzazione del *road show* sia nel paese nazionale sia in quello estero, all'attività di *bookbuilding*, alla determinazione del prezzo effettivo dell'offerta sino ad arrivare all'attività di monitoraggio e di stabilizzazione, in accordo con lo *specialist*, del *trend* del titolo durante il periodo post quotazione;
- lo *sponsor* è rappresentato da un intermediario finanziario che fa da garante alla società emittente oltre ad assistere l'impresa per l'intero processo di quotazione. Generalmente, lo *sponsor*, che in funzione delle nuove modifiche regolamentari deve configurarsi come *lead manager* dell'offerta pubblica, durante la quotazione, ha l'obbligo di fornire a Borsa Italiana una serie di garanzie relative alla società quotanda quali: completezza della documentazione fornita dall'impresa durante l'istruttoria; comprensione da

parte dell'emittente degli obblighi derivanti dall'IPO; esistenza di un efficiente sistema di controllo e gestione interno all'azienda; esecuzione delle operazioni di collocamento presso il pubblico e gli investitori istituzionali adottando le *best practices* internazionali;

- *financial advisor* il quale si configura come quel consulente che affiancherà la società quotanda per l'intero iter procedurale relativo al processo di quotazione, andando per l'appunto, a svolgere attività di supporto e assistenza nella scelta dello *sponsor*, del coordinatore dell'offerta, dei legali nonché della società di comunicazione al fine di ottenere le migliori condizioni contrattuali per l'impresa. È inoltre responsabile del coordinamento delle relazioni tra azienda emittente e consulenti coinvolti nel processo e della corretta individuazione, in accordo con lo *sponsor*, del prezzo effettivo di offerta. Ha un ruolo attivo anche nella preparazione della documentazione da presentare agli analisti sia nella fase preliminare sia durante i *road show*;
- *legal advisor* i quali affiancano la società e tutti gli attori coinvolti nell'IPO al fine di garantire supporto legale e normativo oltre ad interagire con Consob e Borsa Italiana. Data l'importanza del consulente legale, la nomina per la copertura di tale incarico sarà affidata, in accordo con l'*advisor* e con il coordinatore dell'offerta, ad attori di fiducia dell'impresa quotanda. Sarà proprio compito la stesura della documentazione necessaria per avviare l'iter di quotazione come la domanda di ammissione alle negoziazioni presso Borsa Italiana e la comunicazione alla Consob circa la volontà di procedere con l'investimento, la costituzione dell'*offering circular*, degli *underwriting agreementt* e la redazione della *legal opinion* ovvero la certificazione del *good standing* della società;
- la società di revisione normalmente si occupa della stesura di una relazione nella quale viene espresso un giudizio circa il bilancio d'esercizio. Tale società generalmente, prima di affiancare la società quotanda nel processo di quotazione, è la stessa che esegue l'attività di certificazione dei bilanci negli anni precedenti alla decisione di quotarsi, in particolare si occupa di revisionare il bilancio d'esercizio della futura quotata e, ove presente, il bilancio consolidato del gruppo. Oltre alle attività di mera revisione, la società che riceve tale incarico sarà responsabile della supervisione dell'intero prospetto informativo con particolare focus circa il quarto capitolo

concernente i dati economici – finanziari della quotanda;

- per *specialist* si intende l'intermediario finanziario che svolge attività di *market making* e di sostegno alla liquidità del titolo della società appena quotata mediante un *book* di negoziazione all'interno del quale saranno presenti le proposte di acquisto e vendita a prezzi e quantità previste dai regolamenti di Borsa Italiana;
- società di comunicazione la quale svolge un'attività di rilevanza strategica fondamentale; è infatti responsabile della gestione dell'attività di *marketing* al fine di garantire visibilità alla quotanda sul mercato. Il contributo risulta essere particolarmente evidente per le PMI poiché si riesce a valorizzare l'*equity story* presso gli investitori istituzionali e *retail*.

Si evince come il processo di quotazione debba essere svolto da esperte figure consulenziali, capaci di fornire supporto alla società quotanda, sia negli step inziali del processo sia in quelli conclusivi, apportando particolare attenzione alla fase di *pricing* da cui dipende il successo o il fallimento dell'intera operazione. Per assicurare una corretta fissazione del prezzo delle azioni della società quotanda, si deve prima determinare il valore aziendale della stessa adottando le due metodologie maggiormente accreditate, vale a dire il metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati che si esplica nella determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività e il metodo dei multipli di mercato basato sulla comparazione di attività simili, per esempio società appartenenti al medesimo settore.

Una volta aver stimato il valore dell'organizzazione interessata ad attuare il processo di quotazione, si provvede alla corretta determinazione del prezzo definitivo delle azioni tramite una delle seguenti metodologie: asta pubblica, *bookbuilding* approach o *fixed price method*, evitando le due spiacevoli situazioni di eccessiva sottostima dell'offerta che si verifica quando il prezzo della stessa risulta essere talmente basso da generare insoddisfazione per l'emittente in quanto monetariamente scontento ed eccessiva sovrastima dell'offerta a causa della quale saranno presenti dei titoli invenduti.

Pertanto si deduce l'insidia che si scorge dietro tali attività, rappresentata sia dai due fenomeni sopra esposti, sia dall'incertezza circa la reazione da parte del mercato all'avvenuta quotazione.

Il presente elaborato, dopo aver dato al lettore una panoramica del fenomeno IPO, descrivendo dettagliatamente le modalità e le fasi, i benefici e i costi relativi al processo, i soggetti coinvolti ed infine le metodologie maggiormente adottate per una corretta stima, sia del valore aziendale sia per la fissazione del prezzo definitivo delle azioni, applica la suddetta analisi ad un caso concreto e reale: il *direct listing* del cripto *exchange Coinbase*, evento di importanza significativa in quanto finora prima ed unica piattaforma di valute digitali approdata sul mercato borsistico.
Le opinioni circa tale evento sono contrastanti, da una parte vi sono un'ampia categoria di investitori che analizzano *Coinbase* e, in generale il mondo delle valute digitali, con scetticismo, dall'altra vi sono gli entusiasti che sono riusciti ad individuare potenzialità in un mercato fino a pochi anni fa sconosciuto da molti, che vedono nel processo di quotazione della piattaforma (oggetto dell'elaborato), l'incarnazione del credo nelle criptovalute, capace di creare un ciclo virtuoso tra capitali reali e digitali e di incrementare la credibilità che ruota attorno alle stesse.
In un mondo che si digitalizza ora dopo ora, è difficile prevedere chi tra scettici e sostenitori abbia la meglio; rimane il fatto che tale operazione si raffigura indubbiamente come un evento epocale, uno snodo che rappresenta una svolta e che segna imprescindibilmente la finanza come viene intesa oggigiorno.

La nascita, crescita e il consolidamento della posizione in cui si trova *Coinbase* è da attribuire all'enorme *hype* che ruota attorno alle *criptovalute*, alla *blockchain* (tecnologia portante sulla quale si basano i progetti delle valute digitali) e alla possibilità di incrementare i propri profitti in maniera esponenziale in un arco temporale brevissimo, se paragonato alle tempistiche medie necessarie per ottenere il medesimo rendimento investendo in altri *asset* o nel mercato borsistico convenzionale.
C'è un però; a fronte degli enormi guadagni ottenibili in pochissimo tempo, è possibile incombere in ingenti perdite a causa dell'estrema volatilità del settore, in attacchi *hacker* o truffe volte al furto dei *token* posseduti e all'acquisizione di informazioni errate a causa della difficile comprensione dei progetti alla base delle *digital currencies*. La quotazione della piattaforma, oltre a migliorare significativamente i punti di forza quali affidabilità e standard di sicurezza, si pone l'obiettivo di diffondere quella cripto *education* che da molti anni si cerca di divulgare.

Coinbase viene fondata il 20 Giugno 2012 da Brian Armstrong (ex ingegnere di *Airbnb*), Fred Ehrsam (ex *trader* di *Goldman Sachs*) e da Ben Reeves, ormai distaccato dalla società a causa delle differenti visioni sulla gestione della stessa e in pochi anni ha raggiunto la posizione di leader indiscusso negli Stati Uniti e di secondo *crypto exchange* più importante al mondo (primato detenuto dalla piattaforma cinese *Binance*).

La piattaforma offre una serie di prodotti e servizi, per citarne alcuni, quali:

- *USD coin* il quale consente di negoziare una *stablecoin*, necessaria a rendere le operazioni meno rischiose;
- *Coinbase Card*, carta di debito *Coinbase* che permette di spendere qualsiasi risorsa detenuta all'interno del proprio *wallet* e guadagnare premi in proporzione agli acquisiti effettuati;
- *Asset Hub* che si configura come una piattaforma interamente controllata dall'*exchange* che offre la possibilità di listare e negoziare il proprio *token*;
- *Cutody* il quale consiste nel garantire un servizio di custodia delle valute possedute tramite complessi algoritmi criptografici impossibili da varcare se non tramite le chiavi di accesso, detenute esclusivamente dai clienti di tale servizio.

Opera in oltre 100 paesi, conta più di 1700 dipendenti e coinvolge nell'ambiente criptoeconomico circa 43 milioni di utenti, 7000 istituzioni e 115.000 partner dell'ecosistema.

Dati alla mano ha concluso l'anno fiscale del 2020 registrando un fatturato in aumento del 129% rispetto all'anno precedente, pari a 1.14 miliardi di dollari, con un utile di 322 milioni e con un EBITDA di 527 milioni di dollari, in crescita del 2000% rispetto al 2019. Questi dati, già di per sé, importanti, sono precedenti al *direct listing* della piattaforma e alle voci riguardo un suo approdo sul mercato borsistico.

Il momento tanto atteso venne raggiunto il 14 Aprile 2021 con il debutto della piattaforma al *NASDAQ*. La piattaforma ha scelto il metodo basato sulla quotazione diretta in quanto le ha permesso di evitare i costi di sottoscrizione, le diluizioni di valore per gli azionisti e di risparmiare in termini di tempo e costi, oltre alla perfetta

adattabilità che il *direct listing* presentava con aziende in crescita avanzata, di grandi dimensioni e con una forte brand image.

A seguito dell'approdo sul mercato borsistico, il numero di *users* aumentò drasticamente raggiungendo quota 56 milioni nel primo trimestre del 2021 e la valutazione della piattaforma schizzò a 100 miliardi di dollari statunitensi, grazie anche allo *spike* rialzista del *bitcoin* che influenzò positivamente l'andamento in borsa della neo quotata. Il primo giorno di contrattazione è stato migliore di quanto si potesse immaginare infatti, pur aprendo le negoziazioni ad un prezzo iniziale post quotazione di 250$, le azioni chiusero lo stesso giorno a 328,28 dollari raggiungendo una capitalizzazione di mercato di 85.8 miliardi di dollari; il giorno seguente aprirono a 381 dollari registrando un aumento del 52.4% rispetto al prezzo di riferimento iniziale, raggiunsero il picco di 429 dollari (raggiungendo una valutazione di 100 miliardi) prima di scendere a quota 310. Il perché della discesa improvvisa del prezzo è da ricercarsi nella chiusura della posizione da parte di tutti quegli investitori/addetti ai lavori che si erano accaparrati le azioni al prezzo di apertura (250$), a discapito quindi dei soggetti interessati ad acquisire o aumentare la quantità detenuta. C'è da porsi una domanda: l'aumento vertiginoso del prezzo post – quotazione è stato guidato dai sentimenti degli investitori euforici da quanto avvenuto e dal credo che tale quotazione possa rinnovare il legame *digital* - finanza oppure da una vera e propria corsa all'oro vedendo nella piattaforma, la leva per incrementare i propri guadagni?

La risposta non è semplice in quanto non è possibile tracciare un *track record* su cui basarsi e fare previsioni accurate su aspetti economici rilevanti. Un fattore è certo: maggiore è l'aumento dei prezzi delle valute digitali, maggiore sarà l'*hype* attorno alla possibilità di cavalcare l'onda ed incrementare i guadagni per gli investitori, maggiori saranno gli utenti ad usufruire della piattaforma nella speranza di replicare i risultati di chi ha fatto fortuna, maggiori saranno i volumi scambiati con conseguente accrescimento del valore in borsa dell'*exchange.*

Queste relazioni spiegano gli *spike* rialziasti del titolo a poche ore dalla quotazione, infatti i prezzi di *bitcoin* ed *Ethereum* sono aumentati raggiungendo picchi relativamente di 64.778$ e 2.300$ influenzando positivamente tra l'altro anche i prezzi delle *altcoin*, gli utenti giornalieri sono aumentati di 1 milione e i volumi sono quasi raddoppiati rispetto alla fase pre quotazione.

Pertanto il capitolo conclusivo dell'elaborato dimostra come lo scenario ottimistico post quotazione della piattaforma, oltre ad essere inteso come un avvenimento anticipatore del trend futuro (basti pensare alla piattaforma *kraken* intenta a quotarsi entro il 2022) tenda ad incrementare ancor di più l'interesse attorno alle valute digitali e alle organizzazioni autorizzate alla loro negoziazione, i quali si pongono come valide alternative agli investimenti che hanno caratterizzato i portafogli di molti investitori.

Ovviamente la presenza degli entusiasti e degli accaniti sostenitori, che la quotazione in borsa della piattaforma americana segni l'inizio di una nuova era rivoluzionando il mondo della finanza come viene inteso attualmente, è ampliamente compensata dagli scettici che vendono nel mondo cripto una bolla destinata ad esplodere affossando gli *exchange* di valute digitali, soprattutto *Coinbase* in quanto quotato.

Il recente passato racconta l'esistenza di alcune macro – bolle di *bitcoin* che si sono tradotte in macro – bolle per l'intero settore, verificate nel periodo compreso tra maggio 2012 e aprile 2013, luglio 2013 e dicembre 2013 ed infine gennaio 2016 e dicembre 2017. Le cause alla base di queste variazioni improvvise di prezzo che hanno generato ripercussioni dannose per l'intero settore, sono da ricercarsi in una serie di fattori esterni quali vincoli imposti dall'ambiente normativo (si pensi alla banca popolare cinese che nel 2017 vietò il *trading* con leva avente per oggetto le valute digitali, le *Initial Coin Offering* (*ICO*), considerate da molti operazioni che nell'80% dei casi si traducevano in truffe, fino ad arrivare alla chiusura totale delle piattaforme), blocchi imposti da autorità e istituzioni finanziarie ed infine dall'inaffidabilità di alcuni progetti alla base di una serie di valute digitali, considerati irrealizzabili. Tuttavia, pur esistendo dei fattori non prevedibili (come quelli sopra citati), non bisogna compiere l'errore di supporre che il settore sia destinato a collassare; bastì pensare che le banche e le aziende, dopo l'iniziale scetticismo, stanno investendo 20 volte più di quanto negli anni 90 investirono in internet. Logicamente l'investitore deve informarsi su ciò in cui investe, distinguendo i progetti validi e potenzialmente vincenti, capaci quindi di apportare un valore aggiunto all'economia globale, da quelli configurabili come vere e proprie truffe; la quotazione di *Coinbase* oltre a dare un forte segnale della crescente affidabilità e utilità delle valute digitali, si pone l'obiettivo di divulgare una serie di informazioni e di incrementare il *know – how* degli interessati al fine di riuscire in

quest'intento. Indubbiamente i passi da compiere sono ancora tanti, ma il *direct listing* della piattaforma si traduce in un qualcosa che va oltre il semplice approdo sul mercato borsistico di una società; è semplicemente un evento anticipatore del trend futuro che sancisce l'approdo delle *digital currencies* come valida alternativa agli investimenti convenzionali e pertanto si può sostenere come il destino del settore cripto sia tutt'altro che segnato in negativo; cambierà, muterà e probabilmente ci saranno altre bolle ma difficilmente scomparirà.