



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"IPO SENZA INTERMEDIARI: IL CASO SPOTIFY"

RELATORE:

CH.MO PROF. ELENA SAPIENZA

LAUREANDO/A: FRANCESCO RAPACCHI

MATRICOLA N. 1136061

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

“Il candidato, sottoponendo il presente lavoro, dichiara, sotto la propria personale responsabilità, che il lavoro è originale e che non è stato già sottoposto, in tutto o in parte, dal candidato o da altri soggetti, in altre Università italiane o straniere ai fini del conseguimento di un titolo accademico. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati ai fini della predisposizione dell’elaborato sono stati opportunamente citati nel testo e riportati nella sezione finale ‘Bibliografia’ e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l’esplicito richiamo al documento originale”

SOMMARIO

INTRODUZIONE	4
1 – IPO.....	6
1.1 – IL PROCESSO DI IPO.....	6
1.2 – COSTI DI UNA IPO	8
1.2.1 – I COSTI DIRETTI.....	9
1.2.2 – UNDERPRICING	10
1.3 – CARATTERISTICHE DELL’AFTERMARKET.....	12
1.3.1 – STABILIZZAZIONE DEL PREZZO	12
1.3.2 – PERIODO DI LOCKUP	15
2 – IL CASO SPOTIFY.....	17
2.1 – SPOTIFY	17
2.1.1 – MERCATO DELLA MUSICA STREAMING.....	18
2.2 – DIRECT LISTING DI SPOTIFY	20
2.2.1 – PROCEDURA E TIMELINE.....	21
2.2.2 – IL <i>NEW YORK STOCK EXCHANGE</i> CAMBIA REGOLE.....	25
2.3 – SPOTIFY VS. SNAPCHAT: DUE MODELLI A CONFRONTO	26
CONCLUSIONI	30
BIBLIOGRAFIA	31
SITOGRAFIA	32

1

¹ Numero di parole: 9529.

INTRODUZIONE

L'offerta pubblica iniziale di una società, in inglese *Initial Public Offering* (IPO), è uno dei momenti più importanti della vita di un'azienda. Le principali motivazioni che possono portare ad effettuare una IPO sono molteplici e dipendono dalla particolare esperienza di ogni società. Una di queste è individuabile nella volontà di reperire finanziamenti che non si sarebbero mai potuti ricevere se la società fosse rimasta "chiusa" al pubblico; mentre un'altra è quella di permettere agli azionisti o agli eventuali *venture capitalist* di liquidare la loro quota in modo da realizzare un profitto per il loro investimento. Nonostante i motivi che portino alla decisione di quotarsi pubblicamente possano essere i più disparati, il processo con cui l'emissione avviene è piuttosto standardizzato e simile per la maggior parte delle società.

Sebbene l'*Initial Public Offering* sia la metodologia più diffusa non è l'unica opzione. Alcune società si sono quotate usando un metodo alternativo, più rischioso ma, in caso di successo, molto meno costoso: il *Direct Listing*. La principale differenza dal metodo di IPO è che la Quotazione Diretta avviene senza l'ausilio degli *underwriter*: intermediari finanziari, la maggior parte banche d'investimento, che svolgono il ruolo fondamentale di comprare le azioni emesse dalla società e di venderle successivamente agli investitori che si sono mostrati interessati all'acquisto (Brealey, Myers e Allen 2017).

Spotify, con il suo *Direct Listing* nel 2018, ha rappresentato un punto di svolta per l'intero mercato delle IPO. Nonostante la scelta azzardata e benché siano stati registrati "declini nei titoli hi-tech esposti a correzioni per le elevate valutazioni e per le critiche di consumatori e politici" (Valsania, 2018a), Spotify ha dimostrato di poter portare a termine con successo la propria quotazione: solo Alibaba e Facebook sono state in grado di fare meglio nel settore tecnologico.

Il resto dell'elaborato è organizzato nel seguente modo: nel primo capitolo, verrà esposto fase per fase il processo di IPO ed evidenziato il ruolo fondamentale che gli *underwriter* ricoprono durante la preparazione del *Registration Statement*, durante i meeting per pubblicizzare l'imminente offerta al pubblico delle azioni della società e soprattutto nel periodo successivo alla quotazione attraverso la stipulazione di accordi di *lockup* con gli azionisti esistenti e attraverso attività di stabilizzazione del prezzo delle azioni nei primi mesi successivi all'emissione. Inoltre, verranno analizzati tutti i costi che gravano sulla società emittente durante una IPO, focalizzandosi maggiormente sulla particolare determinazione della commissione degli *underwriter* e sul fenomeno dell'*underpricing*. Nel secondo capitolo verrà brevemente descritto il processo di *Direct Listing* per poi soffermarsi sul caso specifico di Spotify. Saranno individuate le caratteristiche che hanno spinto il management della società a questa scelta e tutta la procedura necessaria alla quotazione presso *Wall Street*. Infine, si

cercherà di comparare i due metodi analizzando le caratteristiche e l'andamento della IPO di Snapchat e del *Direct Listing* di Spotify. Le due società, oltre al fatto di essersi quotate entrambe presso il NYSE, sono facilmente comparabili perché appartengono entrambe al settore hi-tech e oltretutto presentano una capitalizzazione di mercato simile.

1.1 – IL PROCESSO DI IPO

Il processo necessario per far sì che una società decida di quotarsi pubblicamente per la prima volta è lungo e ben definito. È un processo lungo perché dura diversi mesi e ben definito perché è necessario seguire un iter specifico regolato da norme². Esso si può suddividere in quattro momenti principali.

Il primo passo da svolgere è quello che riguarda la scelta dell'*underwriter*. Questa decisione è molto importante per il futuro di tutta l'operazione. Proprio per l'importanza di questa scelta normalmente una società decide di farsi affiancare da banche d'investimento specializzate in questo tipo di operazioni. Nella maggioranza dei casi l'emittente si affida alle banche più blasonate e rinomate, mentre, soprattutto nelle IPO di piccole dimensioni, l'incarico si assegna a più piccole banche regionali cosicché si possa essere seguiti maggiormente durante l'intero processo. Un'altra caratteristica da considerare nella scelta è l'attenzione che i vari *underwriter* pongono all'attività da svolgersi dopo la quotazione iniziale, nel c.d. *aftermarket*.

Nel caso in cui si scelga di fare affidamento a più *underwriter* bisogna selezionare tra questi il *managing underwriter* (o *bookrunning manager*) e il *co-manager*. È stato dimostrato (Chen, Ritter, 2000) che nelle IPO più recenti, anni duemila, quasi tutte le società decidano di fare affidamento a più di un *manager*; questo dato è ancora più significativo se si dividessero le IPO per dimensioni: la percentuale di IPO con più di un *manager* è maggiore in quelle di grandi dimensioni (sopra gli \$80 milioni di profitti lordi). Questa tendenza si può giustificare perché con la presenza di più intermediari viene condiviso il rischio dell'emissione.

La prima decisione da compiere assieme al proprio *lead underwriter* è quella di decidere in quale Borsa Valori quotarsi, ogni società deve verificare il soddisfacimento dei requisiti richiesti dallo *stock exchange* scelto.

Il *managing underwriter* ha il compito di formare un sindacato con tutti gli intermediari che hanno espresso il desiderio di comprare le azioni messe a disposizione dall'emittente e rivenderle al pubblico. Inoltre, si impegna a scrivere una Lettera di Intenti, in cui sono presenti le principali condizioni del processo di IPO. In particolare, è qui che viene indicata la classe di azioni che verranno offerte al pubblico (il più delle volte si tratta di *common stock*), la metodologia con cui le azioni vengono trasferite dalla società agli *underwriter* (in questo elaborato verranno considerate solo le c.d. *firm commitment IPO*³), le spese, la presenza o meno

² *Securities Act del 1933* e *Securities Exchange Act del 1934*.

³ Attraverso l'accordo di *firm commitment* gli *underwriter* si aggiudicano un determinato numero di azioni ad uno specifico prezzo. Questo prezzo è ovviamente inferiore a quello che useranno successivamente per vendere le

dell'*overallotment option*⁴ (c.d. *greenshoe option*) e infine il prezzo indicativo con il relativo numero di azioni offerte (Bragg, 2009).

Successivamente, gli *underwriter*, dopo aver compiuto una *due diligence* approfondita ed essersi confrontati con il management della società, devono comporre il *Registration Statement* da archiviare presso la SEC⁵. Il *Registration Statement* è un documento composto da due parti principali. Il *prospectus* è la parte più importante per gli investitori e racchiude tutte le informazioni sulla società e sul processo di IPO: è necessario indicare il *business model* dell'emittente, l'eventuale uso dei profitti derivanti dall'operazione, le spese della IPO e infine tutti i documenti relativi alla posizione finanziaria della società. La seconda parte consta di tutte le altre informazioni necessarie alla SEC ma che sono meno utili agli investitori per capire se l'emissione possa essere un buon investimento. La Commissione, dopo avere ricevuto il *Registration Statement*, dovrà analizzarlo a fondo e, attraverso una *comment letter*, farà sapere alla società quali sono i cambiamenti da attuare per poter fare in modo che possa essere dichiarato effettivo. La SEC non ha il compito di indagare e verificare il merito di una particolare offerta, la Commissione per quanto possa essere alto il rischio per gli eventuali investitori o per quanto si possa trattare di un mero investimento speculativo dovrà solo valutare la conformità di legge del documento.

Dopo l'archiviazione del *Registration Statement*, il prospetto preliminare (c.d. *Red Herring*) viene inviato ai possibili investitori. Siccome il documento non ha ancora ricevuto l'effettività dalla SEC non contiene nessuna indicazione riguardo al prezzo delle azioni e non può essere usato per sollecitarne la vendita. Contemporaneamente a tutto ciò, i vertici manageriali della società, CEO e CFO, promuovono l'IPO in varie città attraverso il c.d. *road show*. È un processo stressante e fisicamente stancante attraverso il quale il management dell'emittente incontra potenziali investitori e cerca di suscitare in loro interesse. Come nel caso del *Red Herring*, anche per il *road show* non ci può essere nessuna vendita di azioni poiché la SEC non si è ancora espressa riguardo al *Registration Statement*.

Una volta che la SEC è soddisfatta delle modifiche apportate al documento originariamente consegnato, il management della società e gli *underwriter* possono procedere alla determinazione del prezzo definitivo e all'indicazione del numero di azioni. La determinazione del prezzo è un passaggio fondamentale per la buona riuscita di un IPO, se si scegliesse un

stesse azioni al pubblico. La differenza tra il prezzo al quale gli *underwriter* acquistano e l'*offering price* viene definito *spread*.

⁴ Opzione esercitata dagli *underwriter* che permette di acquistare un'ulteriore quantità di azioni dalla società per rivenderla al pubblico. Nella maggior parte dei casi la quantità aggiuntiva è il 15% delle azioni inizialmente messa a disposizione dalla società.

⁵ *Security and Exchange Commission*.

prezzo iniziale troppo alto allora alcune azioni potrebbero risultare invendute; se invece si preferisse un prezzo troppo basso allora l'emittente subirebbe una perdita per mancato guadagno. Dal momento che sarebbero i primi a rimetterci se non venissero vendute tutte le azioni, gli *underwriter* consigliano alla società di proporre comunque un prezzo iniziale più basso del vero valore, si tratta del c.d. *underpricing*. Si può vedere, facendo riferimento agli studi di Schneider, Manco e Kant (1981), come mediamente il prezzo di emissione sia tra i \$10 e \$20. Gli *underwriter* ritengono che un prezzo inferiore possa spingere gli investitori a valutare negativamente la qualità dell'emittente. Il prezzo viene scelto facendo riferimento ad alcuni indicatori come il multiplo del *price/earnings* o il multiplo *price/revenues* di società che fanno parte dello stesso mercato. Secondo Brealey, Myers and Allen (2017), nella maggior parte delle IPO negli Stati Uniti gli *underwriter* usano il *book-building method*⁶ per stabilire il prezzo di emissione.

Infine, l'ultimo momento del processo di IPO si ha nei giorni successivi alla quotazione della società. È in questo periodo che gli *underwriter* possono scegliere se esercitare o meno l'*overallotment option*, se esercitarla interamente o solo parzialmente.

Il compito degli *underwriter* non si esaurisce con la preparazione del *Registration Statement* ma prosegue anche nell'*aftermarket* per cercare di creare un mercato alle azioni della società, agendo in maniera maggiore, con operazioni di stabilizzazione del prezzo, nelle IPO sovra prezzate.

Alla fine del *quite-period*⁷, il sindacato degli *underwriter* può commentare l'andamento complessivo della IPO, verificare se le premesse presenti nel *prospectus* sono state mantenute, controllare se gli utili generati dal processo di IPO sono in linea con quelli previsti e fare una prima valutazione sul prezzo delle azioni.

1.2 – COSTI DI UNA IPO

Nel paragrafo introduttivo sono stati presentati i passaggi necessari che una società deve eseguire per quotarsi pubblicamente per la prima volta. Per poter svolgere tutte le operazioni descritte, una società non può agire da sola, si deve affidare a banche d'investimento ma anche a professionisti, quali avvocati e contabili. Le spese necessarie per l'assistenza e i costi strumentali che gravano sulla società durante l'emissione possono essere raggruppati nei c.d. costi diretti. Inoltre, durante i primi giorni di contrattazioni si verifica un fenomeno particolare

⁶ Metodo attraverso il quale gli *underwriter* raccolgono informazione per la determinazione del prezzo di emissione. Si fanno dire dai potenziali compratori quante azioni sono disposti a comprare e il corrispettivo prezzo. Queste indicazioni facilitano il compito degli *underwriter* e non sono vincolanti per i compratori.

⁷ Periodo di tempo compreso tra il momento in cui vengono scelti gli *underwriter* e la conclusione del venticinquesimo giorno dopo la quotazione della società.

denominato *underpricing*, si tratta di un costo per l'emittente poiché intenzionalmente decide di scegliere un *offering price* inferiore al suo valore effettivo e ciò limita gli eventuali profitti derivanti dall'operazione.

1.2.1 – I COSTI DIRETTI

Una società che intende quotarsi per la prima volta deve sostenere numerose spese per poter pagare tutti i professionisti che si adoperano nel lungo processo che porta alla Quotazione Pubblica Iniziale.

Di tutte queste spese la principale è quella legata alla commissione degli *underwriter*, essi ricoprono un ruolo di rilievo e sopportano anche la maggior parte del rischio dell'operazione. Il loro compito principale è quello di comprare le azioni dalla emittente e rivenderle poi agli investitori. Per poter svolgere questo compito gli *underwriter* acquistano le azioni ad un prezzo inferiore a quello che poi sarà l'*offering price* cosicché per ogni azione venduta ci guadagnano una percentuale. Chen e Ritter (2000), studiando un campione di 1.111 *firm commitment* IPO, hanno notato che, tra il 1995 e 1998, considerando le IPO con profitti lordi di almeno \$20 milioni prima dell'esercizio dell'*overallotment option*, quasi la totalità degli *underwriter* nelle IPO di dimensioni moderate⁸ ha una commissione di esattamente il 7% del profitto lordo. Il risultato è così controverso che è difficile credere che sia possibile, normalmente ci si potrebbe aspettare che ci possano essere delle economie di scala che limitino la commissione. Questo risultato dimostra invece che non ci sono particolari differenze tra una IPO di moderate dimensioni e una con un profitto lordo intorno agli \$80 milioni. Inoltre, ci si potrebbe attendere che una quotazione diretta più rischiosa possa corrispondere ad una commissione maggiore per gli *underwriter* ma anche questa ipotesi viene smentita dai dati. Chen e Ritter (2000) nel loro elaborato provano a spiegare questo anomalo risultato affermando che lo spread⁹ presente nelle IPO di moderate dimensioni è sopra il livello competitivo. In questa situazione l'emittente pur di poter avere un *underwriter* con una buona nomea è disposto a pagare una commissione maggiore. Dal punto di vista dell'*underwriter*, poi, non c'è nessun incentivo ad abbassare il proprio compenso per potersi accaparrare una parte maggiore di mercato perché, nel lungo periodo, questa politica risulta essere meno profittevole.

Tra gli altri costi diretti della IPO ci sono quelli legali. Gran parte del lavoro degli avvocati assunti dall'emittente sarà quello di assistere gli *underwriter* durante la stesura del *Registration*

⁸ Per IPO di dimensioni moderate sono quelle con un profitto lordo tra i \$20 e gli \$80 milioni. Le IPO con un profitto maggiore di \$80 vengono considerate di grandi dimensioni mentre quelle con un profitto lordo inferiore ai \$20 milioni di piccole dimensioni (Chen e Ritter, 2000)

⁹ Fare riferimento alla nota 3.

Statement e le sue successive modificazioni fornendo loro la consulenza legale necessaria a concludere l'operazione in tempi brevi. Tra gli altri compiti hanno quello di intermediare con il Consiglio della Borsa Valori per scegliere a chi assegnare due ruoli essenziali nei primi giorni di negoziazione: il *registrar*¹⁰ e il *transfer agent*¹¹. Un'altra grande fetta dei costi è necessaria per pagare la consulenza contabile. Questi professionisti aiutano l'emittente a redigere i documenti che riguardano la posizione finanziaria della società e accompagnano i vertici del management durante i meeting per promuovere la Quotazione Pubblica Iniziale.

Infine, tra le ultime categorie principali di costi abbiamo le spese di stampa e quelle per archiviare il *Registration Statement* presso la SEC. Le prime possono arrivare ad ammontare a svariate migliaia di dollari per poter coprire tutte le spese; le seconde vengono calcolate per ogni *Registration Statement* archiviato ad un tasso dello 0,02% del massimo *offering price* aggregato e con un minimo di \$100 (Bragg, 2009).

1.2.2 – UNDERPRICING

Il fenomeno dell'*underpricing* può essere definito come “l'andamento anomalo dei prezzi durante il primo giorno di contrattazioni” (Palmucci 2011, p. 237). Infatti, analizzando l'andamento dei prezzi immediatamente successivi ad un IPO, si è notato come l'*offering price* sia significativamente inferiore al prezzo di chiusura della prima giornata di contrattazioni. L'*underpricing* rappresenta, quindi, un costo per l'emittente poiché gli investitori si aggiudicano le azioni dagli *underwriter* ad un prezzo minore del loro prezzo effettivo. Secondo uno studio di Ritter (2018) in cui vengono analizzate più di 8,000 IPO effettuate tra il 1980 e il 2018, la differenza media tra il prezzo di emissione il prezzo di chiusura del primo giorno di trattazioni è del 17,9% (Tabella 1).

Tabella 1. Resoconto delle caratteristiche principali ricavate dall'analisi su un campione di 8.497 IPO dal 1980 al 2018

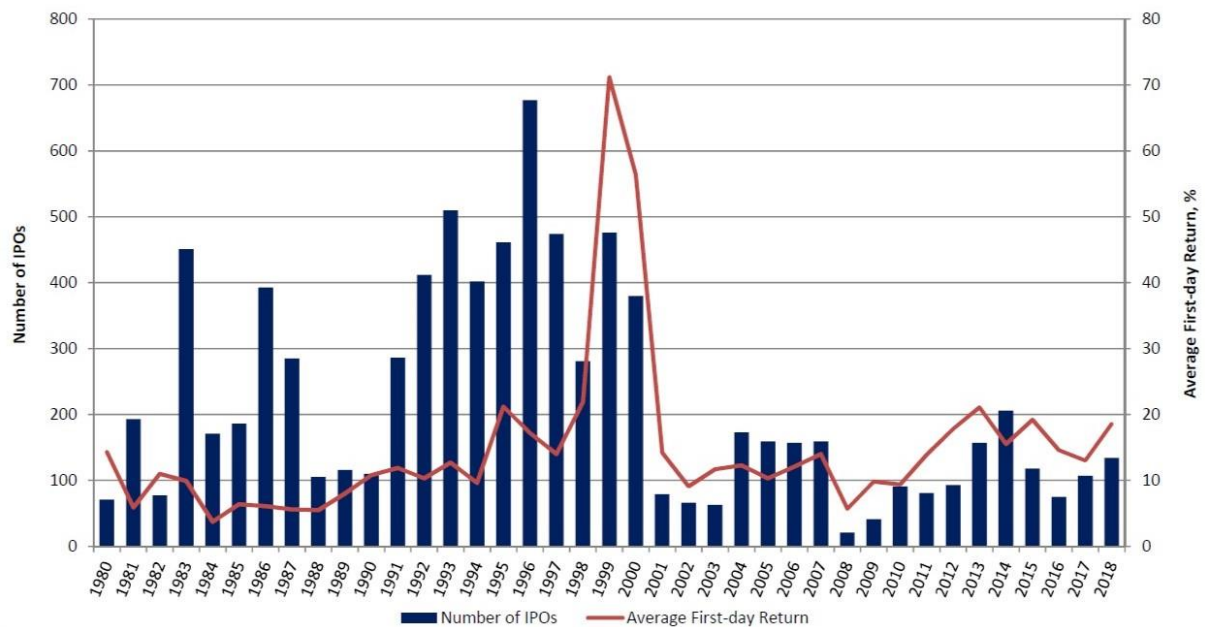
Year	Number of IPOs	Mean First-day Return		Aggregate Amount Left on the Table	Aggregate Proceeds	Market value at 1 st closing market price
		Equal-weighted	Proceeds-weighted			
1980-1989	2,048	7.2%	6.1%	\$3.30 billion	\$53.99 billion	\$223 billion
1990-1998	3,613	14.8%	13.3%	\$30.07 billion	\$226.38 billion	\$983 billion
1999-2000	856	64.6%	51.7%	\$66.92 billion	\$129.47 billion	\$1,294 billion
2001-2018	1,980	14.3%	13.4%	\$65.08 billion	\$486.95 billion	\$2,586 billion
1980-2018	8,497	17.9%	18.4%	\$165.37 billion	\$896.95 billion	\$5,087 billion

Fonte: disponibile su <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

¹⁰ Intermediario che tiene traccia degli azionisti e obbligazionisti durante la Quotazione Pubblica Iniziale.

¹¹ Intermediario che gestisce il trasferimento dei titoli durante l'emissione.

Figura 1. Andamento dei rendimenti medi del primo giorno e numero di IPO relativamente agli anni tra il 1980 e 2018.



Fonte: disponibile su <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

In molti hanno cercato di capire le motivazioni che portino a questo strano fenomeno. La maggior parte della letteratura identifica nell'asimmetria informativa la causa principale dell'*underpricing*. Secondo Rock (1986), ci sono due tipologie di investitori che partecipano ad una IPO: gli investitori informati e gli investitori non informati. Per assunzione, gli investitori informati conoscono perfettamente l'andamento che avrà l'IPO e quindi parteciperanno solo nei casi in cui l'emissione è attraente e proficua. Al contrario, gli investitori non informati parteciperanno indistintamente a tutte le emissioni poiché non hanno abbastanza dati per distinguere quando l'IPO è allettante. Per fare in modo che gli investitori non informati partecipino alle emissioni meno attraenti si è quindi arrivati alla conclusione di abbassare l'*offering price*. Nonostante questa soluzione in un primo momento possa sembrare meno profittevole per la società emittente è l'unico modo per poter attrarre gli investitori non informati. Questa pratica, infatti, viene anche usata nelle IPO più proficue, nelle quali partecipano anche gli investitori informati, per riuscire a saturare l'offerta di titoli e quindi non rischiare di rimanere con azioni invendute.

Una piccola parte della letteratura, invece, ha cercato di spiegare le cause dell'*underpricing* guardando al rapporto che intercorre con la liquidità del mercato nell'*aftermarket*: "la prospettiva proposta vede l'*underpricing* come un prezzo che gli emittenti pagano per assicurarsi la liquidità necessaria ad assorbire un collocamento di una quota rilevante del capitale della loro società." (Palmucci 2011, p. 237). Come conseguenza a questa ipotesi ci si aspetterà che una maggiore liquidità corrisponda ad un minore *underpricing*. Questa ipotesi è condivisa anche da Ellul e Pagano (2006), i due autori nel loro elaborato arrivano alla

conclusione che gli investitori debbano essere ricompensati, oltre che per l'asimmetria informativa, per la liquidità attesa delle azioni comprate e per il rischio che il mercato secondario possa risultare illiquido.

1.3 – CARATTERISTICHE DELL'AFTERMARKET

In un primo momento si potrebbe pensare che il ruolo degli *underwriter* sia finito una volta conclusa l'emissione. In realtà, come introdotto nel paragrafo precedente, agli *underwriter* spetta il compito di creare un mercato per le nuove azioni. È dimostrato che il *lead manager* sia sempre un *market maker*¹² per l'emittente, essendo responsabile di circa il 60% del volume nel primo giorno di negoziazione, mentre il *co-manager* svolga un compito più modesto e il suo lavoro sia comparabile con quello degli altri *underwriter* (Ellis, Michaely e O'Hara, 2000)

Nel paragrafo verranno analizzati due fenomeni e i relativi effetti causati nell'*aftermarket* di un'emissione di titoli. Il primo è un'operazione svolta dagli *underwriter* per tutelare l'emissione nelle IPO meno profittevoli; il secondo è un accordo preso tra gli azionisti originari e gli *underwriter* che preclude ai primi la possibilità di vendere azioni per un determinato periodo successivo all'emissione.

1.3.1 – STABILIZZAZIONE DEL PREZZO

Per stabilizzazione di prezzo si intende “the buying of a security for the limited purpose of preventing or retarding a decline in its open market price in order to facilitate its distribution to the public” (Securities Exchange Act Release 2446, 1940).

La posizione della SEC a riguardo è stata controversa. Nel 1940 si schierava contro, affermando che si trattava di una manipolazione negativa del mercato poiché questa pratica veniva utilizzata solo per ritardare il declino del prezzo delle azioni e non per creare un mercato sostenibile nel lungo periodo. Tuttavia, con l'introduzione della *Rule 10b-7* nel 1955, la SEC permise di praticare questa attività perché ormai facente parte del sistema americano di emissione di titoli e perché, con una decisione in direzione opposta, si poteva minare al sistema di raccolta dei capitali. Per esempio, nel caso di una *firm commitment* IPO, se l'emissione iniziale fosse sovra prezzata e quindi, se dopo i primi giorni di contrattazioni il valore di mercato delle azioni fosse inferiore rispetto al prezzo di emissione e gli *underwriter* non fossero riusciti a vendere tutta la loro quota, allora, in assenza di stabilizzazione di prezzo, un investitore deciderebbe di comprare le azioni nel mercato secondario piuttosto che direttamente dagli *underwriter*. Questo

¹² Per *market maker* o *dealer* si intende un intermediario finanziario che attraverso le sue operazioni di compravendita di strumenti finanziari fornisce liquidità al mercato. Come contropartita a questo servizio, il *market maker* viene ricompensato tramite lo spread tra il prezzo *bid* (o prezzo denaro) e il prezzo *ask* (o prezzo lettera).

possibile scenario porterebbe l'*underwriter* ad evitare le *firm commitment* IPO e alla conseguente minore possibilità per una società di reperire capitali (Hanley, Kumar e Seguin, 1993).

L'unico limite stabilito dalla SEC, per le quotazioni pubbliche iniziali, è individuato nel c.d. "*syndicate bid*", quest'ultimo non può essere maggiore del prezzo di emissione o del più alto *bid* posto da un *dealer* indipendente. Non è presente un limite temporale definito ma l'attuazione di questa pratica non può avvenire per un periodo troppo prolungato perché, in quel caso, verrebbe considerata una vera e propria manipolazione di mercato.

Dal momento che non è direttamente osservabile la presenza di supporto dei prezzi, per riuscire a dimostrarla è necessario ricorrere a *proxy*. Ellis, Michaely e O'Hara (2000) hanno studiato il fenomeno facendo riferimento alla *inventory position* degli *underwriter* nell'*aftermarket*. Per poterla calcolare si sono serviti delle seguenti formule:

Equazione 2.

$$\Delta INV(t) = N_B(t) - N_S(t). \quad (1)$$

Equazione 1

$$INV(t) = INV(t - 1) + \Delta INV(t). \quad (2)$$

Fonte: Ellis, Michaely e O'Hara, 2000.

L'*inventory position* cumulativa al termine del giorno t , $INV(t)$, è data dalla somma dell'*inventory position* osservabile all'apertura del giorno t , $INV(t - 1)$, e dalla differenza della sommatoria delle azioni comprate, $N_B(t)$, e della sommatoria di quelle vendute, $N_S(t)$.

Analizzando 306 IPO dal 27 Settembre 1996 al 3 Luglio del 1998, sono arrivati alla conclusione che la percentuale cumulata media di azioni in possesso dal *lead underwriter* dopo il primo giorno di contrattazione è del 3,77%. Questa percentuale cresce fino al ventesimo giorno successivo all'emissione raggiungendo il valore di 7,82%, per poi mantenersi costante fino al sessantesimo giorno, 7,56%. La tabella sottostante evidenzia anche come l'*inventory position* dei *co-manager* sia molto ridotta e che il loro ruolo non sia sensibilmente differente da quello svolto dagli altri *market-maker*. Il loro studio prosegue dividendo le IPO in tre categorie: quelle dove il prezzo di mercato è sempre stato al di sotto o uguale all'*offering price* (*cold IPO*); quelle in cui il prezzo è sempre stato al di sopra o uguale all'*offering price* (*hot IPO*) e, infine, quelle in cui il prezzo è fluttuato sia al di sopra che al di sotto del prezzo di emissione (*tepid IPO*). I dati ottenuti sono molto chiari e dimostrano che, nei primi venti giorni, nelle 153 *hot IPO* la

percentuale cumulata media del primo giorno è dello 0,4%, significativamente inferiore al 15,6% delle *cold*.

Tabella 2. Andamento dell'*inventory position* durante i primi due mesi di contrattazioni relativamente al *lead underwriter*, i *co-manager* e i *market maker* indipendenti.

Market Maker	Lead Underwriter		Co-Managers (1.25 obs. per IPO)	Unaffiliated Market Makers	
	Mean	Median	Mean per Co-Manager	Mean Obs. per IPO	Mean per Market Maker
Cumulative inventory in thousands of shares					
Day 1	109***	44***	3*	7.70	3***
Day 5	176***	97***	3*	6.88	2***
Day 10	202***	123***	3	6.51	2***
Day 20	223***	127***	8***	6.02	1**
Day 60	219***	121***	12***	4.65	-1
Cumulative inventory as percentage of shares offered					
Day 1	3.77***	1.54***	0.07*	7.70	0.10***
Day 5	6.21***	3.66***	0.07	6.88	0.06***
Day 10	7.15***	4.21***	0.07	6.51	0.05***
Day 20	7.82***	4.54***	0.21**	6.02	0.02
Day 60	7.56***	4.56***	0.29***	4.65	-0.04

*, **, and *** indicate that the entry is significantly different from zero at the 10, 5, and 1 percent levels, respectively, under a *t*-test for the mean, and a Wilcoxon signed rank test for the median.

Fonte: Ellis, Michaely e O'Hara, 2000.

I risultati evidenziano quindi che il *lead underwriter* agisce nell'*aftermarket* con politiche di stabilizzazione del prezzo e che l'accumulo di azioni dura per i primi venti giorni per poi mantenersi ad un livello costante. Il risultato più importante ed evidente è però la relazione stretta che intercorre tra l'aumento dell'*inventory position* e l'andamento di un'emissione. È presente una correlazione positiva tra supporto nel prezzo e sottoperformance di una IPO.

Il possesso di una così grande percentuale di azioni porta un rischio ai danni degli *underwriter*: l'*inventory risk*¹³. Per ovviare a questo problema il *lead underwriter* può decidere di vendere un numero maggiore di azioni (c.d. *overselling*), normalmente esso vende il 115% di quelle messe a disposizione dall'emittente, e, in base all'andamento della IPO, sceglie se esercitare o meno l'*overallotment option*. Se il prezzo durante i primi giorni di contrattazioni dovesse aumentare (*hot IPO*), gli *underwriter* eserciterebbero l'opzione, coprirebbero la posizione corta nei confronti dell'emittente e aumenterebbero i loro profitti; se il prezzo dovesse scendere al di sotto dell'*offering price* (*cold IPO*), gli *underwriter* non eserciterebbero l'opzione ma agirebbero nel mercato secondario comprando le azioni al prezzo inferiore.

¹³ Rischio che corrono i *manager* quando il loro portafoglio di proprietà perde valore a causa di un declino del prezzo delle azioni.

Hanley, Kumar e Seguin (1983) nel loro elaborato, invece, dimostrano gli effetti che si verificano nell'*aftermarket* a causa delle operazioni di stabilizzazione del prezzo attuate dai *market maker*. Gli autori, inizialmente, analizzano la relazione tra la distanza presente tra il prezzo *bid* e l'*offering price* e il *bid-ask spread*.

Per capire come mai questa relazione è rilevante è necessaria un'introduzione. Secondo gli studi di Copeland e Galai (1983) lo spread tra il prezzo *bid* e quello *ask* è parzialmente dovuto dalla volatilità dell'azione sottostante. Le successive movimentazioni delle azioni determinano due tipologie di perdite per il dealer. La prima rappresenta la perdita per non aver venduto ad un prezzo più alto e corrisponde al primo integrale della formula; la seconda è rappresentata dal secondo integrale ed è l'*inventory cost* che grava sul dealer. Questa seconda tipologia di perdita avviene per aver comprato ad un prezzo *ask* che, con la successiva movimentazione in negativo dell'azione, si è dimostrato essere troppo alto. Attraverso la stabilizzazione del prezzo, l'*inventory risk* diminuisce e ciò di conseguenza porta alla riduzione dei costi del *dealer* per provvedere alla liquidità di mercato che viene rappresentata attraverso la riduzione del *bid-ask spread*.

Equazione 3

$$L = \int_{Ask}^{\infty} (S - Ask) f(S) dS + \int_0^{Bid} (Bid - S) f(S) dS ,$$

Fonte: Hanley, Kumar e Seguin, 1993.

Il risultato è quello atteso: tra le due grandezze esiste una relazione significativamente positiva e decrescente con il passare del tempo. Il *bid-ask spread* è minore nei primi dieci giorni successivi all'emissione: giorni nei quali la presenza di pratiche di stabilizzazione di prezzo è maggiore.

1.3.2 – PERIODO DI LOCKUP

“An initial public offering (IPO) often represents the first opportunity that a firm's founders and initial investors have to begin the process of realizing the value for their ownership stake in the firm.” (Brav, Gompers, 2003, p. 1)

Nonostante questo, quando viene stipulato l'accordo tra l'emittente e gli *underwriter* spesso viene presa la decisione di impedire agli azionisti pre-IPO di vendere le loro azioni durante il periodo successivo all'emissione e, di conseguenza, viene stabilita la durata del periodo di *lockup* (normalmente dura 180 giorni).

Una gran parte della letteratura ha cercato di spiegare questo fenomeno. Le spiegazioni sono essenzialmente due:

1. la prima visione è quella che identifica il *lockup period* come segnale per la qualità dell'emittente. La spiegazione è facilmente intuibile, se gli azionisti non possono liquidare parzialmente o totalmente la loro quota allora, poiché il loro portafoglio azionario non è diversificato, sono esposti ad un rischio maggiore. Più si protrae l'accordo più la qualità dell'emittente è maggiore;
2. la seconda visione è quella che identifica nel periodo di *lockup* uno strumento degli azionisti per alleviare i problemi legati al *moral hazard*¹⁴. In questo caso, se agli azionisti venisse impedito di vendere le proprie azioni allora gli investitori potrebbero acquisire maggiori informazioni riguardo all'emittente, capire se si tratta di un investimento proficuo e, infine, comprare le azioni. A periodi maggiori di *lockup* corrisponde una riduzione dell'asimmetria informativa.

Le due conclusioni raggiunte portano a risultati diametralmente opposti. Brav e Gompers (2003) vagliano entrambe le soluzioni e arrivano alla conclusione che la seconda prevalga sulla prima. Nel loro studio su 2794 IPO tra Gennaio 1988 e Dicembre 1996, arrivano alla conclusione che le società che decidono di quotarsi affidandosi ai *top-tier underwriter* e le società che hanno nella loro compagine azionaria *venture capitalist* hanno periodi di *lockup* inferiori. Le due variabili sono significative perché entrambe sono associate ad una minore asimmetria informativa nell'*aftermarket*. Tramite lo stesso studio, i due arrivano anche alla conclusione che, emissioni nelle quali vengano anche messe a disposizione azioni già esistenti e non solo quelle di nuova emissione, abbiano un effetto negativo sulla lunghezza della durata del periodo di *lockup*. Anche questa rappresenta una prova a favore della seconda spiegazione, nelle IPO con una grande percentuale di *secondary share* il problema di *moral hazard* deve essere inferiore perché in caso contrario gli investitori sospetterebbero che gli azionisti vogliano solo “liberarsi” della loro quota.

¹⁴ Per *moral hazard* si intende l'asimmetria informativa che si verifica successivamente ad una determinata transazione perché una delle due parti è più informata rispetto all'altra.

2 – IL CASO SPOTIFY

Dopo aver analizzato nel dettaglio il procedimento di IPO e le sue caratteristiche principali, nel seguente capitolo viene studiato il c.d. “caso Spotify”. Inizialmente verrà fatta una panoramica sulla società e sul suo *business model* per poi passare alla descrizione del *Direct Listing* della società.

2.1 – SPOTIFY

Spotify Technology SA (“Spotify”) è una *public limited liability company* con sede legale in Lussemburgo.

Nel 2006, Daniel Ek e Martin Lorentzon fondarono la startup svedese Spotify AB e lanciarono il loro servizio di musica on demand nel 2008.

Al 23 Marzo 2018, giorno in cui la SEC dichiarò il *Registration Statement* effettivo, Ek e Lorentzon rappresentavano gli azionisti di maggioranza della società. Come si può vedere nella Tabella 3, sebbene i due co-fondatori insieme possedessero circa il 21% delle azioni registrate, la “vera” percentuale di voti a cui potevano fare affidamento era molto più alta. Questo era reso possibile per tre ragioni. La prima era che Ek e Lorentzon, oltre che la loro percentuale di *ordinary share*, possedevano dieci *beneficiary certificate*¹⁵ per azione in loro possesso. La seconda era che nel computo complessivo venivano considerate anche le azioni che non erano direttamente in loro possesso ma sulle quali potevano indirettamente esercitare il loro voto. Infine, venivano sommati anche strumenti finanziari quali *option*, *warrant* e *RSU*¹⁶ che erano esercitabili entro 60 giorni. Le percentuali erano calcolate facendo riferimento a 178.112.840 azioni e 373.041.200 *beneficiary certificate* in circolazione.

Tabella 3. Numero di azioni riconducibili ai due co-fondatori di Spotify.

Name	Ordinary Shares		Beneficiary Certificates (16)		Percentage of Total Voting Power	Number of Ordinary Shares being Registered Number
	Number	Percent	Number	Percent		
Daniel Ek (1)	49,594,360	27.1%	156,114,000	41.8%	37.0%	15,840,640
Martin Lorentzon (2)	23,612,720	13.1%	216,927,200	58.2%	43.5%	21,692,720

Fonte: *Registration Statement*, disponibile sul sito ufficiale di Spotify.

Da Aprile 2018 Spotify è quotata presso il *New York Stock Exchange*, o NYSE, con il simbolo “SPOT” e rappresenta la società più importante relativamente allo streaming musicale.

Oggi giorno, Spotify Technology SA ha diverse sussidiarie in tutto il mondo delle quali controlla (direttamente o indirettamente) il 100% del diritto di voto e delle azioni possedute. Tra queste, figura anche la società svedese che rappresenta il principale centro operativo. Tra le altre

¹⁵ Categoria di azione che conferisce solamente un’addizionale diritto di voto. Ad ogni *beneficiary certificate* corrisponde un voto.

¹⁶ *Restricted Stock Unit*.

sussidiarie, due posizioni di rilievo sono occupate da Spotify USA Inc. e Spotify Ltd., rispettivamente la compagine americana e britannica della società lussemburghese. La prima è la responsabile del centro operativo americano mentre nella seconda si svolgono le attività di Ricerca e Sviluppo e di Servizio ai Clienti.

Secondo il *Registration Statement* archiviato presso la SEC, la società identifica la propria mission nei seguenti termini: “to unlock the potential of human creativity by giving a million creative artists the opportunity to live off their art and billions of fans the opportunity to enjoy and be inspired by these creators.” (*Registration Statement*, disponibile sul sito ufficiale di Spotify). Con questa frase si può capire come l’obiettivo della società sia quello di cercare di costruire un *two-sided marketplace*: Spotify vuole provvedere sia a rendere l’esperienza degli utenti il più fruibile possibile sia a fornire agli artisti tutti gli strumenti necessari per poter sviluppare al meglio la loro musica.

Per gli utenti i benefici maggiori sono quelli di poter personalizzare la propria esperienza musicale attraverso la possibilità di creare le proprie playlist, di scoprire nuovi artisti tramite le playlist auto-generate da Spotify in base ai propri gusti musicali e infine quello di poter usufruire dell’applicazione nelle diverse piattaforme multimediali. Per gli artisti invece i benefici sono dovuti alla monetizzazione tramite *royalties* che vengono pagate agli artisti, alle etichette discografiche e ai produttori, alla possibilità di interagire maggiormente con la propria *fan-base* e anche con la possibilità di caricare contenuti sulla più grande piattaforma mondiale relativamente al servizio di streaming musicale.

2.1.1 – MERCATO DELLA MUSICA STREAMING

Secondo il *prospectus*, i rendimenti globali dell’industria musicale dal 1999 al 2014 subirono una diminuzione del 40%, dai \$23,8 ai \$14,3 miliardi. Dal 2015 il trend negativo si è interrotto e si è notata una nuova crescita nei rendimenti dell’industria musicale. Spotify si è attribuita parte del merito. Lo streaming, infatti, grazie ad un aumento dei rendimenti del 60% nel 2016, è stato il maggior responsabile della crescita complessiva del mercato musicale trainando la “vendita fisica” e il download digitale.

Il modello di business della società è diviso in due categorie di utenza. Spotify offre l’opportunità di avere sia un servizio *Premium*¹⁷ sia un servizio *Ad-Supported*¹⁸. Gli utenti *Premium* hanno la possibilità di accedere online e offline a tutti i servizi messi a disposizione

¹⁷ Per *Premium Subscriber* si intendono gli utenti che hanno compiuto la registrazione a Spotify e che abbiano attivato un metodo di pagamento per il servizio *Premium*.

¹⁸ Spotify definisce gli *Ad-Supporter* come l’utenza che ha consumato gratuitamente contenuti negli ultimi trenta giorni del periodo indicato.

da Spotify mentre gli *Ad-Supported* hanno una limitata scelta online on-demand. Oltre ad un catalogo di più di 35 milioni di brani, nell'ultimo periodo la società ha sviluppato due contenuti che hanno riscontrato molto successo e seguito: i podcast e i video.

Secondo i dati riportati nel *Financial Statement* del secondo trimestre del 2019, i *Monthly Active User*¹⁹ (MAU) hanno avuto una variazione tendenziale positiva del 29% passando dai 180 milioni del 30 Giugno 2018 ai 232 milioni del 30 Giugno 2019. La variazione è ancora più significativa se si fa riferimento solo agli utenti *Premium*, la crescita annuale è del 31% portando la società al superamento della soglia dei 100 milioni di utenti a pagamento.

Tabella 4. Andamento degli utenti Premium da Giugno 2018 a Giugno 2019.

	As of June 30,			
	2019	2018	Change	
	(in millions, except percentages)			
Premium Subscribers	108	83	25	31%

Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, disponibile sul sito ufficiale di Spotify.

Il continuo aumento dell'utenza *Premium* ha portato nelle casse della società \$1,5 miliardi nel solo secondo trimestre del 2019, circa il 90% dei Ricavi totali. Nonostante questi abbiano registrato una variazione tendenziale del 31% ed una variazione congiunturale dell'8,5%, Spotify continua a generare una perdita operativa. Questo dato è dovuto non solo dagli alti Costi per i Ricavi, rappresentati principalmente dagli accordi per il pagamento delle *Royalties*, ma soprattutto dalle alte spese che la società investe nelle attività di R&S e Marketing, queste ultime incidono rispettivamente per il 9,1% e 12% dei Ricavi. Sebbene si continui a generare una perdita operativa, in Tabella 5 si può vedere come l'entità della perdita sia diminuita notevolmente sia rispetto al trimestre precedente, da \$47 a \$3 milioni, sia rispetto all'anno precedente.

Tabella 5. Calcolo del reddito operativo e confronto con dati del 2018.

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

Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, disponibile sul sito ufficiale di Spotify.

¹⁹ Indicatore dell'utenza complessiva mensile come somma dei *Premium Subscriber* e *Ad-Supporter User*.

Nonostante venga espressamente stabilito che non rappresenti una misurazione IFRS e che quindi non vada considerata ufficialmente come indicatore di performance aziendale, nel *Financial Statement* viene anche data molta importanza all'EBITDA²⁰. Questa grandezza è utile sia agli azionisti sia ad eventuali investitori perché permette di confrontare la performance operativa dell'azienda nei diversi periodi e con le società rivali poiché nel suo calcolo vengono eliminati tutti i fattori che non contribuiscono alla realizzazione della situazione operativa. Anche in questo caso si può vedere come il trend dell'ultimo anno e dell'ultimo periodo sia positivo e che per la prima volta, relativamente al secondo trimestre del 2019, si abbia un EBITDA non negativo.

Tabella 6. Calcolo EBITDA e confronto con dati del 2018.

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

Fonte: *Financial Statement* secondo trimestre 2019, disponibile sul sito ufficiale di Spotify.

Questi dati finanziari confermano che l'impegno del management di Spotify è rivolto al lungo periodo e che, a discapito delle perdite operative, gli investimenti in aree fondamentali quali Marketing e Ricerca e Sviluppo sono rimasti consistenti nel tempo.

2.2 – DIRECT LISTING DI SPOTIFY

Quando una società decide di quotarsi pubblicamente, nella maggior parte dei casi usa il metodo dell'*Initial Public Offering*. Tuttavia, anche se si tratta del metodo più diffuso, non rappresenta l'unica opzione che ha una società per quotarsi. Un metodo alternativo al processo di IPO è quello del *Direct Listing*. Sebbene alcune caratteristiche siano simili, nella procedura di *Direct Listing* ci sono alcune differenze che secondo Nickerson (2019) la rendono addirittura più efficiente rispetto ad una IPO.

La prima caratteristica è che la società non fa affidamento agli *underwriter* per la distribuzione delle azioni. Questo importante aspetto implica dei costi minori per l'operazione, poiché come è stato dimostrato precedentemente, la retribuzione degli intermediari rappresenta la spesa più

²⁰ *Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization.*

grande che grava sull'emittente. Ciò implica, però, che gli *underwriter* non siano partecipi alla redazione del *Registration Statement* e non possano intervenire nell'*aftermarket* con attività di stabilizzazione di prezzo. La seconda è che, poiché attraverso la Quotazione Diretta non c'è nessuna sottoscrizione di nuove azioni, la posizione degli azionisti non viene diluita. La terza differenza dipende invece dal fatto che gli azionisti possono decidere se liquidare completamente o parzialmente la loro quota. Per questo motivo, in un *Direct Listing*, non può essere presente nessun accordo che limiti agli azionisti la possibilità di alienare le loro azioni, ossia non può essere previsto alcun *lockup period*.

Tutto ciò può comportare un rischio maggiore perché, come visto nel primo capitolo, l'assenza degli *underwriter* rende più difficile per l'emittente avere un mercato secondario e impedisce, nei casi in cui l'emissione sia sottoperformante, di limitare i danni attraverso attività di stabilizzazione di prezzo. Inoltre, la mancanza di *lockup period* potrebbe mettere a repentaglio l'operazione qualora gli investitori iniziassero a dubitare della bontà dell'investimento vedendo che una gran percentuale degli azionisti intende liquidare la propria quota.

Sebbene non sia adatto a tutte le società, le caratteristiche e gli obiettivi di Spotify spinsero il management a ritenere che quotarsi attraverso *Direct Listing* potesse essere la scelta migliore. Innanzitutto, Spotify aveva deciso di diventare una *public company* perché, così facendo, aveva la possibilità di offrire una maggiore liquidità ai propri azionisti. In aggiunta, voleva permettere a tutti i venditori e compratori delle proprie azioni di partecipare alle operazioni senza alcun tipo di limitazione. Per permettere ciò, Spotify non avrebbe dovuto prevedere per i propri azionisti nessun patto di *lockup*. Infine, la società aveva l'ambizione di condurre l'intero processo con la massima trasparenza e voleva fare in modo che il prezzo delle azioni venisse dettato dal mercato. Per questo motivo, a differenza delle IPO, il prezzo di apertura doveva essere stabilito attraverso l'intersezione tra l'offerta e la domanda. Facendo ciò, si sarebbe arrivati ad un prezzo delle azioni che rispecchiasse il loro vero valore. (Nickerson, 2019).

2.2.1 – PROCEDURA E TIMELINE

Il 3 Aprile 2018 Spotify archiviò il *prospectus* finale e iniziarono le trattazioni del titolo presso la Borsa Valori di New York.

Figura 2. Timeline dei passaggi più significativi del Direct Listing di Spotify.



Fonte: Jeffe, Rodgers e Gutierrez, 2018.

Come è rappresentato in Figura 2, il momento in cui il titolo fece il suo esordio presso il NYSE rappresentò il culmine di un lungo processo iniziato molti mesi prima.

La procedura presenta alcune caratteristiche simili a quelle di una IPO tradizionale. Come in un'Offerta Pubblica Iniziale, Spotify dovette preparare il *Registration Statement* da archiviare presso la SEC. In aggiunta, dovette redigerlo senza l'aiuto di *underwriter*. Tuttavia, durante il suo percorso per la quotazione, Spotify si fece affiancare da tre note banche d'investimento: Morgan Stanley & Co. LLC, Goldman Sachs & Co. LLC, Allen & Company LLC in qualità di *financial advisor*. Il loro ruolo fu quello di fornire assistenza per la redazione del *prospectus*, di aiutare il management nella presentazione della società e nelle comunicazioni al pubblico e per chiarire quali fossero gli obiettivi che la società intendesse raggiungere attraverso il *Direct Listing*. Benché il compito si avvicini molto a quello di un *underwriter* in una IPO, le tre banche di investimento non parteciparono a nessuna attività di *book-building*, non parteciparono agli incontri con gli investitori e non stabilizzarono il prezzo delle azioni attraverso attività di supporto (Jefe, Rodgers e Gutierrez, 2018).

Spotify, ai sensi del *Securities Act del 1933*²¹, il 18 Dicembre 2017 archiviò confidenzialmente presso la SEC una prima bozza del *Registration Statement* per permettere ai propri azionisti di poter vendere le loro azioni fintanto che fosse stato effettivo.

Nel *prospectus* non vennero però registrate tutte ma soltanto 55.731.480 sulle 178.112.840 azioni in circolazione. Questo è motivato dal fatto che, al tempo, era possibile dividere l'azionariato della società in tre macro-categorie.

1. Il 9,1% delle azioni di Spotify potevano essere ricondotte direttamente o indirettamente ad un unico azionista, Tencent Holding Limited. Nel momento in cui la società acquistò le azioni il 15 Dicembre 2017, si accordò con Spotify che non avrebbe trasferito la

²¹ Il *Securities Act del 1933* prevede la registrazione di offerte e vendite di titoli negli Stati Uniti.

propria quota per un periodo di tre anni. Per questo motivo le 16.152.440 azioni in possesso a Tencent non furono registrate.

2. Circa il 60% delle azioni in circolazione apparteneva a soggetti che non erano dipendenti di Spotify e che erano in possesso delle azioni per più di un anno. Ai sensi della *Rule 144* le loro azioni erano esonerate dalla registrazione permettendo a questi soggetti di venderle in qualunque momento.
3. Infine, il restante 31% delle azioni apparteneva ai dipendenti della società (di cui il 67% in mano ai due co-fondatori) o ai soggetti non dipendenti che però non avevano posseduto le azioni per almeno un anno e quindi che non soddisfavano i requisiti della *Rule 144* (Grabar, Lopez e Basham, 2018).

A questa ultima categoria era quindi permessa la vendita delle azioni fintantoché il *Registration Statement* fosse rimasto effettivo, ossia fino al 20 Giugno 2018. Una volta scaduto questo termine, sempre secondo la *Rule 144*, i soggetti affiliati alla società che avessero deciso di vendere le loro azioni avrebbero affrontato un'importante limitazione.

All'interno di un qualsiasi periodo di tre mesi, essi erano liberi di vendere un numero di azioni che non poteva eccedere il più grande tra:

- l'1% del numero di azioni in circolazione;
- il volume settimanale medio delle azioni durante le quattro settimane precedenti l'archiviazione della richiesta di suddetta vendita. (*Registration Statement*, disponibile sul sito ufficiale di Spotify).

Il 28 Febbraio 2019, infine, il *Registration Statement* venne archiviato pubblicamente. Poiché si trattava di una rivendita di azioni e poiché l'emittente era una società estera, Spotify venne registrata usando il formato F-1. Successivamente, come in una IPO, il 14 Marzo 2019 ci fu una seconda registrazione pubblica, questa volta ai sensi del *Securities and Exchange Act del 1934*²². Questa archiviazione permetteva le negoziazioni del titolo presso il NYSE ed era composta da un documento molto breve in formato 8-A.

Nel *Direct Listing* di Spotify non ci fu nessun *road show* ma il 15 Marzo 2018 si tenne un *Investor Day*. Durante questo evento, che venne trasmesso anche in live streaming e successivamente pubblicato sul sito ufficiale di Spotify, venne presentato tutto il management della società e pubblicizzato il *Direct Listing*.

Per alcuni aspetti si discostò da un *road show*. In primis la società non venne accompagnata dagli *underwriter* durante la presentazione e poi, per la natura dell'operazione, non venne indicato nel *prospectus* preliminare alcun range di prezzo.

²² Il *Securities and Exchange Act del 1934* prevede la registrazione per negoziare un titolo in una Borsa Valori.

Per altri, invece, la società si comportò proprio come se si trattasse di un *road show*. Infatti, la data che Spotify scelse per il proprio *Investor Day* rispettò il periodo di attesa di 15 giorni dall'archiviazione del *Registration Statement*. Inoltre, Spotify inserì nel proprio *Red Herring* un paragrafo che racchiudeva rispettivamente il prezzo più alto e più basso al quale erano state vendute le azioni nelle trattazioni private. Sebbene fosse specificato che non aveva nessun valore per la determinazione del prezzo iniziale, queste indicazioni potevano essere utili agli investitori e furono inserite per sopperire alla mancanza di un prezzo indicativo.

Dopo poco più di tre mesi e più precisamente il 23 Marzo 2018, la SEC dichiarò effettivi entrambi i *Registration Statement*. Anche in questo caso però Spotify agì in modo differente rispetto ad una tradizionale IPO. Normalmente, dopo aver ricevuto l'effettività da parte della SEC, l'emittente provvede alla quotazione nei giorni immediatamente successivi. In questo caso Spotify attese essenzialmente per due ragioni. "First, once Spotify was subject to the reporting requirements of the Exchange Act, it wanted to further its goal of transparency by issuing standard public company-style guidance to the market with its financial outlook for the first quarter and full year 2018 and then to allow this information to season with investors before listing and the beginning of trading. Second, in order to achieve its goals of liquidity for existing shareholders and equal access to all buyers and sellers, Spotify wanted to ensure that existing shareholders had sufficient time to deposit their shares through the Depository Trust Company (DTC) into a brokerage account prior to the first day of trading, if they wished to do so" (Jaffe, Rodgers e Gutierrez, 2018).

Infine, il 3 Aprile 2018 Spotify archiviò il *prospectus* finale e le negoziazioni poterono iniziare. Come verrà analizzato più dettagliatamente nel paragrafo successivo, il processo per la determinazione del prezzo iniziale richiese più tempo rispetto ad una IPO. Per questo motivo le azioni di Spotify iniziarono le contrattazioni poco dopo le 12.30 ET²³ al prezzo di \$165,90, pari ad una capitalizzazione di \$29,5 miliardi. "La quotazione di apertura ha rappresentato un rialzo del 25,7% rispetto a precedenti indicazioni di 132 dollari equivalenti a una market cap di 23,5 miliardi. E le prime contrattazioni hanno mostrato anche una relativa tenuta del titolo, attorno a 160 dollari con guadagni di circa il 15%, senza le drammatiche oscillazioni temute per un direct listing nonostante gli operatori non escludano future scosse" (Valsania, 2018a).

Durante la prima giornata di contrattazioni, il volume è stato di 30.526.500 su un totale di 178.112.840 azioni in circolazione e il prezzo di chiusura in lieve ribasso a \$149,01 per azione (Jaffe, Rodgers e Gutierrez, 2018).

²³ *Eastern Standard Time*. Fuso orario della costa orientale degli Stati Uniti d'America e del Canada.

Nonostante Spotify nel *prospectus* evidenziasse i rischi di una possibile eccessiva oscillazione del prezzo dovuta al fatto che il prezzo di apertura venisse determinato in base alla domanda e all'offerta dei titoli, “la fascia di oscillazione è stata del 13,99%, superiore ma non troppo ad altri sbarchi tecnologici e simile al «range» della volatilità di Twitter, il 13,84 per cento.” (Valsania, 2018b).

2.2.2 – IL NEW YORK STOCK EXCHANGE CAMBIA REGOLE

Un anno prima della quotazione pubblica di Spotify, la Borsa Valori di New York propose delle modifiche ai propri regolamenti per rendere più agevole per le società quotarsi tramite *Direct Listing*. Le operazioni iniziarono a Luglio del 2017 e, sebbene non fosse esplicitamente espresso, le modifiche furono pensate per facilitare Spotify. Le principali proposte del NYSE furono tre.

Il primo aspetto riguardava la determinazione del prezzo iniziale delle azioni. L'assenza del metodo classico di *book-building* e la conseguente mancanza di un *offering price*, portarono il NYSE a stabilire che l'emittente dovesse fare affidamento ad un *financial advisor*. Quest'ultimo sarebbe giunto alla determinazione del prezzo insieme ad un *designated market maker* scelto dal NYSE stesso: Spotify scelse come proprio *financial advisor* Morgan Stanley & Co. LLC, una delle tre banche d'investimento alle quali aveva già fatto affidamento. Inoltre, nel *prospectus*, la società precisò che non avrebbe interferito nella determinazione del prezzo e che non avrebbe avuto nessun guadagno in caso di vendita da parte dei propri azionisti.

Il metodo usato da Spotify rappresentò una novità. Il prezzo venne determinato in base agli ordini di acquisto e vendita verificatisi prima dell'apertura delle negoziazioni. Fu per questo motivo che, come evidenziato precedentemente, le contrattazioni aprirono solo intorno a mezzogiorno.

Il secondo aspetto andò a modificare i requisiti ritenuti necessari per permettere ad una società di quotarsi presso il NYSE. La Borsa americana è composta dalle aziende più capitalizzate al mondo e permette ad una società non registrata presso la SEC di quotarsi se raggiunge una valutazione di \$100milioni. Questa valutazione deve essere dimostrata da una terza parte indipendente e dalla cronologia delle contrattazioni nel mercato privato. Benché Spotify avesse avuto un florido mercato privato non riusciva a soddisfare quest'ultima richiesta. Per venire incontro alla società di streaming musicale, allora il NYSE propose di modificare la regola acconsentendo a togliere il requisito se si fosse però riusciti a dimostrare una valutazione di \$250 milioni dalla parte indipendente.

La terza e ultima proposta del NYSE era quella di permettere ad una società di quotarsi senza registrarsi ai sensi del *Securities Act del 1933* ma solo con una registrazione ai sensi del

Securities and Exchange Act del 1934. Per quanto strano possa sembrare, ciò sarebbe possibile se durante il *Direct Listing* una società offrisse solo le azioni in mano ad azionisti che sarebbero esonerati dalla registrazione sotto il Securities Act, *Rule 144* (Grabar, Lopez e Basham, 2018). Questa ultima proposta però non venne accettata dalla SEC perché ritenuta troppo rischiosa. Le motivazioni di questa scelta secondo Grabar, Lopez e Basham (2018) furono le seguenti.

Attraverso la registrazione ai sensi del *Securities Act*, Spotify è stata obbligata a indicare nel proprio *prospectus* i prezzi delle transazioni avvenute nel mercato privato e il procedimento con il quale era stabilito il prezzo iniziale. Queste accortezze non sarebbero state previste nell'*Exchange Act*. Inoltre, la SEC ha ritenuto che la Sezione 11 del *Securities Act*, nella quale venivano discussi i casi di responsabilità nei confronti del Consiglio di Amministrazione, dei revisori dei conti e degli *underwriter*, fosse troppo importante per non essere presa in considerazione.

Per Spotify registrarsi anche sotto il *Securities Act* ebbe anche due conseguenze importanti. La prima riguardava i *dealer* che avevano partecipato alla creazione di un mercato per le azioni della società. Essi non avrebbero potuto pubblicare un resoconto dell'andamento durante i 25 giorni successivi alla data in cui il *Registration Statement* fosse stato giudicato effettivo o, se più recente, dalla data in cui fossero iniziate le negoziazioni del titolo. La seconda conseguenza faceva riferimento all'ipotesi che il *Direct Listing* di Spotify potesse essere visto come una distribuzione di azioni ai sensi del *Regulation M*²⁴. La *Division of Trading and Markets* della SEC rispose attraverso una *no-action letter*. In essa veniva affermato che la Commissione non avrebbe preso nessun provvedimento nei confronti di Spotify, degli azionisti e dei *financial advisor* se le parti si fossero astenute da qualsiasi tipo di comunicazione nel periodo che andava da cinque giorni prima fino al giorno seguente alla quotazione (Nickerson, 2019).

A Dicembre 2017, il NYSE pubblicò la proposta senza aggiungere questo ultimo aspetto e ottenne l'approvazione definitiva da parte della SEC a Febbraio 2018, giusto in tempo per il *Direct Listing* di Spotify.

2.3 – SPOTIFY VS. SNAPCHAT: DUE MODELLI A CONFRONTO

Un anno prima della quotazione di Spotify, un'altra società facente parte del settore hi-tech, Snapchat, si quotò presso il NYSE. Data la presenza di questi aspetti comuni e visto che la società di messaggistica istantanea scelse il metodo classico di *Initial Public Offering*, si può arrivare a capire quali possano essere similitudini e differenze tra la IPO e il *Direct Listing* analizzando e confrontando i due eventi.

²⁴ Il *Regulation M* è una profilassi di leggi volte a limitare l'attività di mercato dei canali distributivi per impedire la manipolazione di mercato (Grabar, Lopez e Basham, 2018).

Entrambe le società si quotarono nei primi mesi dell'anno presso la Borsa Valori di New York e furono accomunate da una capitalizzazione molto alta, di 24 miliardi per Snapchat e di 29,5 miliardi per Spotify.

Mentre Spotify, come dimostrato precedentemente, ha offerto al pubblico solo azioni che erano già esistenti e la decisione se liquidare o meno la propria quota spettava agli azionisti, Snapchat ha offerto al pubblico 200.000.000 di *common stock* di classe A²⁵ all'*offering price* di \$17 per azione. Di queste, 145.000.000 furono di nuova emissione e le restanti 55.000.000 furono messe in vendita dagli azionisti. Tutte queste azioni furono comprate dagli *underwriter* per poi essere rivendute al pubblico, come mostrato in Tabella 7.

Tabella 7. Sindacato degli *underwriter* nella IPO di Snapchat.

<u>Underwriters</u>	<u>Number of Shares</u>
Morgan Stanley & Co. LLC	60,484,615
Goldman, Sachs & Co.	49,600,000
J.P. Morgan Securities LLC	26,500,000
Deutsche Bank Securities Inc.	20,000,000
Barclays Capital Inc.	12,000,000
Credit Suisse Securities (USA) LLC	6,153,846
Allen & Company LLC	14,000,000
BTIG, LLC	923,077
C.L. King & Associates, Inc.	123,077
Citigroup Global Markets Inc.	1,230,769
Connaught (UK) Limited	307,692
Cowen and Company, LLC	923,077
Evercore Group, LLC	615,385
Jefferies LLC	615,385
JMP Securities LLC	307,692
LionTree Advisors LLC	923,077
LUMA Securities LLC	307,693
Mischler Financial Group, Inc.	123,077
Oppenheimer & Co. Inc.	615,385
RBC Capital Markets, LLC	1,230,769
Samuel A. Ramirez & Co., Inc.	123,077
Stifel Financial Corp.	923,077
SunTrust Robinson Humphrey, Inc.	307,692
The Williams Capital Group, L.P.	123,077
UBS Securities LLC	1,230,769
William Blair & Company, L.L.C.	307,692
Total	200,000,000

Fonte: *Registration Statement* disponibile sul sito ufficiale di Snapchat.

Tra questi, Morgan Stanley & Co. LLC e Goldman Sachs & Co. LLC furono i *lead underwriter* e agirono come rappresentanti per tutti gli altri.

Poiché la quotazione di Snapchat fu una vera e propria IPO, negli accordi presi tra la società e gli *underwriter* figurano anche quelli riguardanti l'*overallotment option* e il *lockup period*.

²⁵ Snapchat ha tre categorie di *common stock*: classe A, B e C. Le azioni si differenziano per diritto di voto e di conversione. Le azioni di classe A non hanno alcun diritto di voto.

Nel *prospectus* finale archiviato il 1 Marzo 2017, Snapchat prevedeva la possibilità per gli *underwriter* di aggiudicarsi ulteriori 30.000.000 di azioni al prezzo di emissione scontato dello *spread*. L'opzione poteva essere esercitata per un periodo limitato di trenta giorni dall'archiviazione del *prospectus* e, come dimostrato dalla Tabella 8, permetteva alla società, agli azionisti e agli *underwriter* di aumentare i propri profitti.

Tabella 8. Prezzo d'emissione per azione e profitti per Snapchat, per gli azionisti e per gli *underwriter*.

	Per Share	Total	
		No Exercise	Full Exercise
Public offering price	\$ 17.00	\$ 3,400,000,000.00	\$ 3,910,000,000.00
Underwriting discounts and commissions to be paid by:			
Us	\$ 0.425	\$ 61,625,000.00	\$ 68,148,650.13
The selling stockholders	\$ 0.425	\$ 23,375,000.00	\$ 29,601,349.88
Proceeds, before expenses, to us	\$ 16.575	\$ 2,403,375,000.00	\$ 2,657,797,354.88
Proceeds, before expenses, to selling stockholders	\$ 16.575	\$ 911,625,000.00	\$ 1,154,452,645.13

Fonte: *Registration Statement* disponibile sul sito ufficiale di Snapchat.

Inoltre, alla società e a tutti gli azionisti venne proibito la vendita o qualsiasi altro tipo di offerta di titoli in circolazione per un periodo di 150 giorni dalla pubblicazione del *prospectus*.

Dalla tabella 8 si possono notare anche le spese sostenute da Snapchat per pagare gli *underwriter*. Se si aggiungono tutti gli altri costi diretti che ammontano a circa \$12,5 milioni si raggiunge una spesa complessiva di oltre \$100 milioni. La mancanza di *underwriter* nella quotazione di Spotify sotto questo aspetto ha giocato un ruolo fondamentale perché, confrontando le spese di una IPO e di un *Direct Listing* di due società simili sia per settore che per grandezza, si può notare come la Quotazione Diretta sia nettamente meno costosa.

Tabella 9. Spese totali sostenute da Spotify per la quotazione.

SEC registration fee	\$ 55,357
Listing fee	320,000
Printing costs	875,000
Auditors' fees	1,848,900
Legal fees and expenses	5,544,965
Transfer agent and registrar fees	73,806
Other advisers' fees	35,000,000
Miscellaneous fees and expenses	2,000,972
Total	\$ 45,719,000

Fonte: *Registration Statement*, disponibile sul sito ufficiale di Spotify.

In ultima analisi, per confrontare le due modalità si possono comparare i grafici che rappresentano l'andamento dei prezzi delle azioni delle due società. Se si osserva l'ultimo periodo si può vedere come l'andamento sia piuttosto simile. Sia Snapchat che Spotify hanno registrato il minimo annuo nei primi giorni di Gennaio 2019 e successivamente hanno avuto una netta ripresa nei mesi successivi: variazione percentuale da inizio anno del +30,17% per Spotify e del +190,02% per Snapchat (sito de Il sole 24 Ore).

Focalizzando invece l'attenzione nel periodo immediatamente successivo alla quotazione possiamo vedere due andamenti piuttosto diversi. Nonostante nel mercato secondario delle azioni di Spotify (Figura 3) non ci fosse stata la presenza di *underwriter*, il prezzo delle azioni aumentò considerevolmente, fino anche a superare i \$190 per azioni in Agosto 2018. D'altro canto, dall'andamento delle azioni di Snapchat (Figura 4) si può supporre la presenza di attività di stabilizzazione di prezzo da parte del *lead underwriter*. Nei primi due mesi il prezzo delle azioni di Snapchat si è mantenuto costantemente intorno ai \$20 per azioni, per poi registrare una netta diminuzione nei mesi immediatamente successivi.

Figura 3. Andamento dei prezzi delle azioni di SPOT dalla sua quotazione al 16/08/2019.



Figura 4. Andamento dei prezzi delle azioni di SNAP dalla sua quotazione al 16/08/2019.



Fonte: sito de Il Sole 24 Ore.

CONCLUSIONI

Il 2018 ha rappresentato un anno di svolta per Spotify e per l'intero sistema con il quale le società si quotano in Borsa. La riuscita del *Direct Listing* della società di streaming musicale con il maggior numero di utenti ha posto le basi per un nuovo metodo di quotazione. Tuttavia, la Quotazione Diretta non rappresenta una possibilità concreta per tutte le tipologie di società perché richiede delle particolari caratteristiche ed espone l'azienda a rischi maggiori rispetto ad una IPO. Spotify, grazie a buon andamento nel mercato privato e ad un brand già molto conosciuto, non necessitava immediatamente di fondi. In aggiunta, aveva deciso di determinare il prezzo iniziale in base alla domanda e all'offerta del titolo, ancora una volta dimostrando come l'obiettivo che Spotify si era prefissata era quello di essere il più trasparente possibile nei confronti dei propri investitori nell'arco di tutta l'operazione. Nonostante queste avversità, già nel 2019 Slack, una società di messaggistica professionale, ha seguito l'esempio di Spotify e ha avviato la procedura di quotazione tramite *Direct Listing* attraverso una prima archiviazione confidenziale del *Registration Statement* presso la SEC. Inoltre, Slack ha deciso di fare affidamento alle stesse tre banche di investimento che Spotify aveva scelto come *financial advisor* (Nickerson, 2019).

Lo scopo che l'elaborato si prefigge è quello di dimostrare le modalità e le caratteristiche del metodo tradizionale di quotazione, ovvero tramite *Initial Public Offering*, per poi soffermarsi sulle motivazioni che hanno portato Spotify a prediligere un percorso diverso. Sebbene, come è stato dimostrato nel corso dell'elaborato, il *Direct Listing* della società di streaming musicale si sia dimostrato una valida alternativa e sia stato portato a termine con successo, sorgono molti dubbi sul ruolo ricoperto dai *financial advisor*. Nonostante venga esplicitamente dichiarato da Spotify nel *Registration Statement* che essi non siano degli *underwriter*, per alcuni aspetti svolgono le stesse attività durante l'emissione e di conseguenza potrebbero anche essere considerati tali. Se la giurisprudenza dovesse dichiarare che i *financial advisor* fossero identificabili come *underwriter* allora l'interesse che una società riporrebbe nel *Direct Listing* potrebbe svanire poiché farebbe aumentare i costi dell'intera operazione. Inoltre, una possibile classificazione come *underwriter* modificherebbe l'applicazione della norma sulla responsabilità ai sensi della Sezione 11 del *Securities Act*. Tuttavia, a causa della novità del fenomeno, la questione non è risolta e la disputa è ancora aperta.

BIBLIOGRAFIA

- BRAGG, S., 2009. *Running a Public Company: from IPO to SEC reporting*. 1° ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc. pp. 3-18 e 23-59.
- BRAV, A., GOMPERS, P., 2003. *The Role of Lockups in Initial Public Offerings*. *The Review of Financial Studies*, 16 (1), 1-29.
- BREALEY, R., MYERS, S., ALLEN, F., 2017. *Principles of Corporate Finance*. 12° ed. New York: McGraw-Hill Education. pp. 379-400.
- CHEN, H., RITTER, J., 2000. *The Seven Percent Solution*. *The Journal of Finance*, 55 (3), 1105-1131.
- ELLIS, K., MICHAELY, R., O'HARA, M., 2000. *When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket*. *The Journal of Finance*, 55 (3), 1039-1074.
- ELLUL, A., PAGANO, M., 2006. *IPO Underpricing and After-Market Liquidity*. *The Review of Financial Studies*, 19 (2), 381-421.
- GRABAR N., LOPEZ D., BASHAM A., 2018. A Look Under the Hood of Spotify's Direct Listing. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* [online], 26 Aprile. Disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/26/a-look-under-the-hood-of-spotifys-direct-listing/> [Data di accesso: 22/07/2019]
- HANLEY, W., KUMAR, A., SEGUIN, P., 1993. *Price stabilization in the market for new issues*. *Journal of Financial Economics*, 34, 177-197.
- JAFFE, M., RODGERS G., GUTIERREZ H., 2018. Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* [online], 5 Luglio. Disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/> [Data di accesso: 22/07/2019]
- LI, M., EISENSTADT, R., 2005. *Price support and spreads in the IPO aftermarket: An empirical microstructure study*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 45, 748-766.
- NICKERSON, B., 2019. *The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing*. *The University of Chicago Law Review*, 86 (4), 985-1025.

PALMUCCI, F., 2011. *IPO Underpricing: il prezzo della liquidità*. Banca Impresa Società, 2, 237-260.

PRISCO, F., 2018. Spotify, mossa a sorpresa: al via un buyback da un miliardo di dollari. *Il Sole 24 Ore* [online]. Disponibile su <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-11-06/spotify-mossa-sorpresa-via-buyback-un-miliardo-dollari-155640.shtml> [22/07/2019]

PRISCO, F., 2019. Spotify tocca i 100 milioni di utenti a pagamento (ma continua a perdere). *Il Sole 24 Ore* [online]. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/spotify-tocca-100-milioni-utenti-pagamento-ma-continua-perdere-ABfSqsB> [22/07/2019]

ROCK, K., 1986. *Why New Issues are Underpriced*. Journal of Financial Economics, 15, 187-212.

Securities Exchange Act Release 2446, 1940.

SCHNEIDER, C., MANCO, J., KANT, R., 1981. *Going Public: Practice, Procedure, and Consequences*. Villanova Law Review, 27 (1), 1-51.

VALSANIA, M., 2017. *Snapchat debutta in Borsa: vale 24 miliardi*. Il Sole 24 Ore, 60, 25.

VALSANIA, M., 2018a. *Spotify supera la tempesta hi-tech*. Il Sole 24 Ore, 92, 5.

VALSANIA, M., 2018b. *Spotify, la quotazione diretta spaventa le banche d'affari*. Il Sole 24 Ore, 93, 28.

SITOGRAFIA

<https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borse-extra-europee/usa-nyse/dettaglio/SPOT.NY>

<https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borse-extra-europee/usa-nyse/dettaglio/SNAP.NY>

<https://investors.spotify.com/financials/default.aspx>

<https://investor.snap.com/financial-information/sec-filings>

<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>