



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"L'evoluzione delle fonti di finanziamento, dall'idea alla quotazione: il caso Airbnb"

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO: MARCO CAPUTO

MATRICOLA N. 1191881

ANNO ACCADEMICO 2020– 2021

Indice

Introduzione	4
1. Le fonti di finanziamento delle aziende	5
1.1. Introduzione al capitolo.....	5
1.2. Startup: Dai fondatori ai business angel, passando per gli acceleratori	6
1.3. Crescita: Private equity, debito, e il ruolo dei venture capitalist.....	9
1.3.1. Investimenti di serie A e venture capitalist	10
1.3.2. Asimmetrie informative e “ <i>staging</i> ”	11
1.3.3. Private Equity	12
1.3.4. Il ruolo del debito nel finanziamento delle aziende.....	13
1.3.5. Fonti di finanziamento: alcune precisazioni.....	15
1.4. Maturità: Quotazione o vendita.....	15
2. Il caso Airbnb	18
2.1. Introduzione al capitolo: Airbnb	18
2.2. Startup: Tra spirito imprenditoriale e acceleratori	19
2.3. Crescita: Airbnb, un’azienda sostenuta da venture capital.....	20
2.4. Maturità: Tra pandemia e IPO, quotarsi ora per evitare il contagio	21
2.4.1. La risposta di Airbnb alla pandemia.....	23
2.4.2. La scelta dell’IPO.....	24
2.4.3. Evoluzione prezzo di offerta e risultato quotazione	26
Conclusioni	28
Bibliografia	30

Introduzione

L'analisi dell'evoluzione delle fonti di finanziamento, nel corso del ciclo di vita delle aziende, ha, da diversi decenni, attirato l'attenzione della letteratura scientifica. Si tratta di un tema, la cui conoscenza, risulta utile per le aziende tanto quanto per gli investitori. Per le prime, è fondamentale conoscere le possibilità, offerte dal mercato, per il soddisfacimento del loro fabbisogno finanziario. Così come, risulta vantaggioso conoscere le peculiarità delle diverse modalità di finanziamento, al fine di sfruttare gli eventuali vantaggi offerti da ciascuna e limitare l'effetto degli svantaggi. Per gli investitori, risulta importante conoscere il quadro competitivo di riferimento, in modo da adattare la propria strategia alle richieste del mercato e alle esigenze delle aziende. L'obiettivo del seguente elaborato è quello di fornire una panoramica dei temi principali che ruotano intorno all'argomento, utile per eventuali e ulteriori approfondimenti.

La prima parte di questo lavoro è incentrata sull'analisi delle fonti di finanziamento da un punto di vista teorico. Dopo aver introdotto il lettore al concetto di ciclo di vita economico di un'azienda, si descriveranno i principali attori che entrano in gioco nel corso dello stesso, nonché i fattori che determinano le tempistiche e le modalità di finanziamento dei diversi investitori. Nella parte finale del capitolo primo si tratterà il tema della quotazione, evidenziando le motivazioni che inducono le aziende ad utilizzare questa modalità di liquidazione, nonché i fattori che ne influenzano il timing.

La seconda parte del lavoro è invece incentrata sullo studio di un caso aziendale, quello di Airbnb, al fine di mostrare se, e in che modo, le previsioni teoriche della letteratura trovino effettivo riscontro nella pratica aziendale.

1. Le fonti di finanziamento delle aziende

1.1. Introduzione al capitolo

Il ciclo di vita economico di un'azienda è determinante per spiegare il fabbisogno finanziario e le scelte di finanziamento della stessa. Tale ciclo si compone di sei fasi (Damodaran, 2020): startup, crescita giovane, crescita alta, crescita matura, maturazione stabile e declino. Ciascuna di esse presenta delle caratteristiche tipiche che la differenziano dalle altre (*Figura n.1*). Nello specifico, tali fasi si differenziano in termini di: sviluppo dell'idea di business; livello di penetrazione del mercato; livello delle vendite e capacità di generare utili. La prima fase è quella in cui l'azienda sopporta il maggior grado di rischio di fallimento, rischio che tende a diminuire man mano che si entra in quelle successive. Con il tempo, l'azienda di successo consolida la propria idea di business, conquista una maggiore fetta di mercato e inizia a generare profitti. Il livello di rischio tende a ridursi e in relazione ad esso aumenta la capacità dell'azienda di ottenere finanziamenti.

Nelle prime due fasi di vita, l'azienda produce dei flussi di cassa negativi, in quanto tutte le disponibilità prodotte dal business vengono reinvestite. Tuttavia, le risorse interne reinvestite in questa fase, difficilmente riescono a soddisfare il fabbisogno finanziario di cui l'azienda ha bisogno per finanziare la sua crescita. Per questo motivo, la dipendenza da finanziamenti esterni è anch'essa molto alta.

Nel corso della terza fase i flussi di cassa tendono a diventare positivi, nella quarta risultano positivi e in crescita. Verso la quinta fase tali flussi si stabilizzano, per poi calare nella fase del declino.

La capacità di generare internamente disponibilità liquide da poter reinvestire è, quindi, minore nelle fasi iniziali e maggiore in quelle finali. Allo stesso tempo, il fabbisogno finanziario, necessario per finanziare la crescita, è maggiore nelle fasi iniziali e minore in quelle finali. L'andamento inverso di queste due variabili spiega l'importanza del ruolo delle fonti di finanziamento esterne nel determinare il successo delle aziende.

Tra le diverse fasi del ciclo di vita i rapporti tra azienda ed investitori cambiano, di conseguenza cambia la sua capacità di attrarre capitali per finanziare la crescita. Se il ciclo di vita economico dell'azienda si compone di sei fasi, risulta più difficile operare una distinzione altrettanto netta in relazione all'evolvere delle fonti di finanziamento durante lo stesso. Per questo motivo, le sei fasi proposte da (Damodaran, 2020) verranno incorporate, nel seguente capitolo, in tre grandi stadi di vita: Startup, Crescita, Maturità.

Nella fase di startup il rischio per l'azienda è molto alto, il tasso di crescita atteso è elevato e gran parte del suo valore è costituito da asset intangibili. La fonte principale di finanziamento in questa fase è il capitale di rischio esterno (*equity*). Durante le fasi successive, il rischio si riduce e l'azienda accumula asset tangibili e consolida i suoi fondamentali di bilancio. Nella fase della crescita, e poi soprattutto in quella della maturità, oltre all'*equity* si aggiunge un'altra importante fonte di finanziamento: il credito bancario (indebitamento). Nel seguente capitolo, verranno descritti i principali attori che contribuiscono al finanziamento delle aziende lungo le tre macro-fasi del ciclo di vita. Nel farlo, si farà riferimento ad alcuni dei principali contributi della letteratura scientifica sul tema.

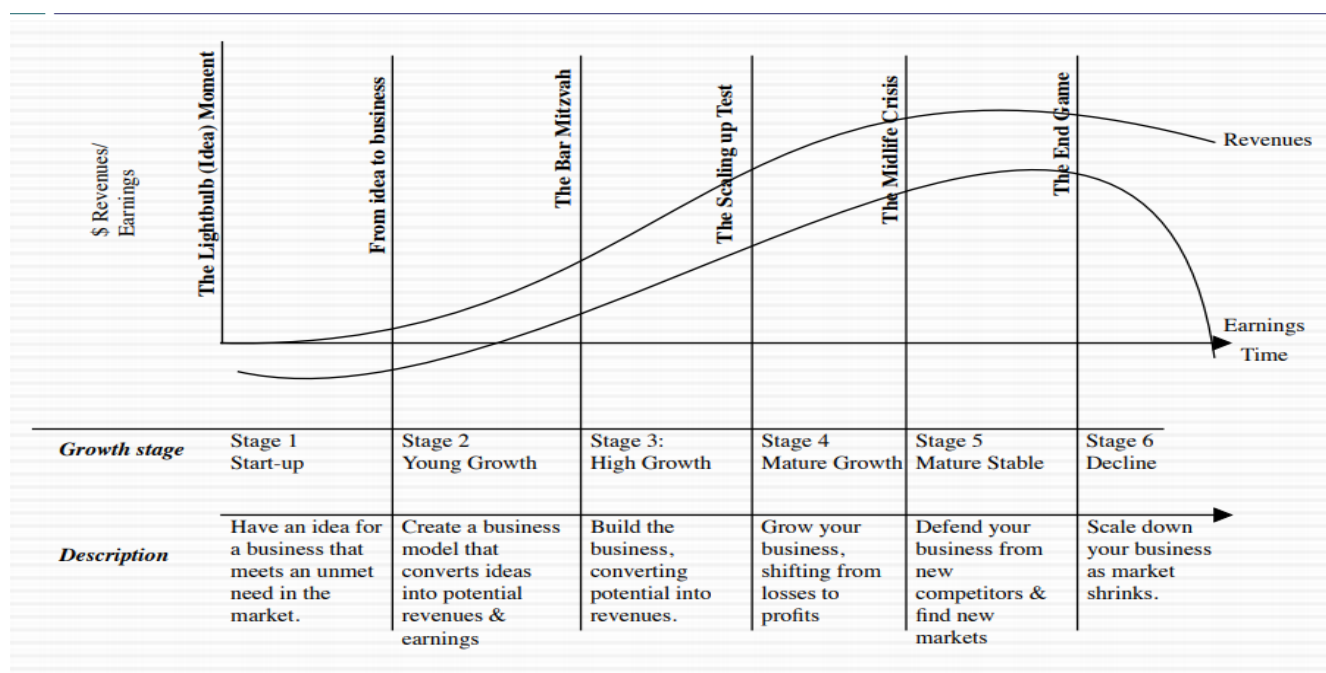


Figura N.1: THE CORPORATE LIFE CYCLE: GROWING UP IS HARD TO DO! (Damodaran, 2020)

1.2. Startup: Dai fondatori ai business angel, passando per gli acceleratori

Una startup è una azienda di nuova costituzione o un'iniziativa imprenditoriale in fase di sviluppo e di ricerca di mercato (Čalopa, Horvat, & Lalić, 2014). In questa prima fase, l'azienda non ha ancora sviluppato pienamente il suo prodotto/servizio, ed è alla ricerca di finanziamenti che le permettano di inserirsi in maniera efficace nel suo mercato obiettivo. Questo primo stadio di vita è estremamente complesso, risulta utile quindi proporre un'ulteriore classificazione che ne evidenzia i diversi step che ne caratterizzano l'evoluzione.

La fase di startup si compone di tre diversi stadi così definiti: *Bootstrapping stage*; *Seed Stage*; *Creation stage* (Salamzadeh & Kesim, 2015). Tratto comune di queste fasi è che, la possibilità di contrarre debiti per finanziare lo sviluppo, è pressoché inesistente, causa la difficoltà nell'offrire garanzie sulla redditività del business e il conseguente altissimo rischio di fallimento. L'accesso al credito, inoltre, è particolarmente difficile per quelle aziende molto giovani e innovative, orientate ad una crescita veloce (OECD, 2011).

Nella fase di avvio (***Bootstrapping stage*** - *Tirarsi su da soli senza aspettare l'aiuto di niente e di nessuno*), le fonti di finanziamento provengono sia da investitori istituzionali sia da investitori informali. Rispetto a questi ultimi, in particolare, la letteratura ha largamente messo in evidenza il ruolo dei così detti ***Friends and family investors***, termine con il quale si vuole indicare l'insieme dei finanziamenti provenienti da amici e parenti dell'imprenditore (Vasilescu, 2009). Questo genere di finanziamenti è largamente utilizzato dalle aziende durante i primi tempi di attività. Oltre alle risorse di amici e familiari, anche il/i fondatore/i tendono a investire il proprio capitale disponibile. Infine, in questa primissima fase, la creatività e lo spirito imprenditoriale dei fondatori possono giocare un ruolo chiave nell'attrarre e ottenere finanziamenti.

La fase di insemminazione (***seed stage***) è caratterizzata da un altissimo tasso di fallimento. Si tratta del periodo che precede l'entrata effettiva nel mercato. In questo stadio di vita, le motivazioni che stimolano l'interesse degli investitori, sono legate alla qualità dell'idea di business e della squadra a capo dell'azienda. Difficilmente i fondamentali di bilancio rappresentano un elemento di interesse in questa fase. (Čalopa, Horvat, & Lalić, 2014), distinguono tra fonti di finanziamento tradizionali e fonti di più recente nascita.

Tradizionalmente, il fondatore dovrebbe cercare di ottenere l'attenzione di qualche **angel investor**, convincendolo della validità del suo business plan (Salamzadeh & Kesim, 2015). Un angel investor (noto anche come business angel o seed investor) è un individuo con un patrimonio netto elevato che fornisce sostegno finanziario a piccole startup o imprenditori, in genere in cambio di quote di proprietà dell'azienda (Osnabrugge & Robinson, 2000). I business angel svolgono un'attività di finanziamento che si propone di colmare il divario che intercorre tra gli investimenti c.d. informali e l'attività dei venture capitalist, sia in termini di capitale investito sia di tempistica in relazione al ciclo di vita dell'impresa. I primi ad investire nell'azienda sono in genere gli investitori informali, dopo di loro entrano i business angel e per ultimi i venture capitalist. In termini di capitale investito, un business angel investe in media tra

i 25.000 \$ e i 500.000 \$, mentre i fondi di venture capital investono tra i 3 e i 5 milioni di \$ (OECD, 2011).

L'obiettivo degli seed investor è quello di accompagnare il fondatore nei primi passi della sua esperienza imprenditoriale, favorendo la creazione di valore. Per questo motivo, oltre a fornire il capitale per finanziare l'impresa, questi apportano risorse sotto forma di investimenti non monetari quali: esperienza, capacità manageriali e contatti rilevanti per il business dell'impresa (Čalopa, Horvat, & Lalić, 2014).

Quando un angel investor finanzia un'azienda ottiene, in cambio, una percentuale della proprietà della stessa. Tale percentuale può variare notevolmente in relazione ai differenti contesti geografici ed economici, ma in media è compresa tra il 10-20%. Cedere parte della proprietà rappresenta un costo notevole per i fondatori dell'azienda, per questo motivo questo genere di finanziamento è ritenuto più oneroso rispetto all'alternativa del debito. Lato benefici, l'ottenimento di un round di finanziamento rappresenta un segnale positivo della validità dell'idea di business nonché della squadra a capo dell'azienda, sia agli occhi degli stakeholders interni sia di quelli esterni. L'ottenimento di un round di finanziamento da parte di un angel investor rappresenta quindi un traguardo importante, in quanto favorisce l'interesse di altri investitori nei confronti dell'azienda.

Più recentemente si sono diffusi gli **acceleratori di startup** (Čalopa, Horvat, & Lalić, 2014). Un acceleratore è un programma dalla durata determinata, che si rivolge contemporaneamente a una coorte di startup, offrendo tutoraggio e componenti formative e al termine del quale le aziende beneficiarie hanno la possibilità di presentare il loro business ad una pletera di investitori, durante una giornata finale dedicata (Cohen & Hochberg, 2014)

Tali programmi spesso vengono confusi con i più tradizionali incubatori di startup, ma in realtà quest'ultimi si limitano a fornire degli spazi di co-working (dotati di numerose risorse condivise) alle aziende. Allo stesso modo, l'attività degli acceleratori non è comparabile a quella dei business angel. La prima e principale caratteristica, che distingue questi programmi dalle altre fonti di finanziamento, è la durata, corrispondente in media a tre mesi. Inoltre, gli acceleratori si rivolgono a coorti di startup, e anche questa è una loro caratteristica peculiare. Sebbene esistano quindi palesi somiglianze tra questi programmi e l'attività dei business angel, nella maggior parte dei casi queste due fonti risultano complementari più che sostitutive (Cohen & Hochberg, 2014). Gli acceleratori, infatti, semplificano l'attività di selezione delle startup target operata da angel investor e venture capitalist, riducendone i costi di ricerca (Dempwolf, Auer, & D'Ippolito, 2014). La diffusione e la notorietà degli acceleratori di startup è cresciuta

velocemente nel corso degli ultimi anni, a partire dal 2005, data di nascita del primo e più famoso acceleratore: Y Combinator.

Concludiamo il capitolo con l'ultima fase, quella della creazione (*creation stage*), durante la quale l'azienda inizia a commercializzare i propri prodotti penetrando il suo mercato obiettivo, nonché assumendo i primi dipendenti al fine di arricchire il suo organico (Salamzadeh & Kesim, 2015). Raggiunto questo stadio di vita, l'azienda ha tipicamente già ottenuto un primo round di finanziamento e si presta ad ottenerne di nuovi, dallo stesso investitore o da altri interessati a finanziarla. A partire da questa fase, l'azienda diventa un obiettivo interessante per i fondi di venture capital. Di questi, e delle altre fonti di finanziamento che entrano in gioco durante fasi di crescita dell'impresa, se ne discuterà nei prossimi paragrafi.

1.3. Crescita: Private equity, debito, e il ruolo dei venture capitalist

Nel modello di (Damodaran, 2020), le fasi di crescita (crescita giovane, alta, matura) risultano rappresentative di una larghissima fetta del ciclo economico dell'azienda. Si tratta del periodo durante il quale, quest'ultima, entra nel mercato con il suo prodotto e inizia a realizzare vendite. Orientativamente, nella prima parte della fase in oggetto, l'azienda risulta ancora in perdita e necessita di elevati finanziamenti per assicurarsi una posizione competitiva rilevante. Nel secondo periodo invece, la stessa riesce a trasformare parte dei suoi ricavi in utili. A questo punto, gran parte degli sforzi monetari della società sono rivolti verso il mantenimento della posizione competitiva acquisita e l'eventuale ricerca di nuovi mercati per allargare il suo business.

I business angel svolgono un ruolo determinante per il finanziamento dell'azienda durante la fase di startup. Le capacità di finanziamento di questi investitori sono tuttavia limitate al capitale disponibile da parte dei singoli individui e, quindi, difficilmente riescono a fornire le risorse necessarie allo sviluppo dell'azienda nelle fasi successive a quelle di startup. L'attività dei business angel rientra nella più ampia categoria di finanziamenti in capitale di rischio (*private equity financing*). Con **private equity** si identifica quella forma di raccolta di capitale tramite la quale, un investitore, apporta nuove risorse ad una azienda tramite l'acquisto di azioni e/o sottoscrivendo azioni di nuova emissione (Fenn, Liang, & Prowse, 2001). Il private equity si contrappone dunque al finanziamento tramite emissione pubblica di azioni presso una borsa valori.

L'altra grande categoria di finanziamento è rappresentata dal **debito** (*debt financing*). Il finanziamento tramite indebitamento prevede la vendita di strumenti di debito (e non di azioni)

da parte della società ad investitori, in genere istituzionali. In cambio del prestito, l'investitore diventa creditore della società e ottiene il diritto al rimborso del capitale e degli interessi concordati. Se nel caso del private equity, il costo principale a carico dell'azienda è rappresentato dalla cessione di una parte della proprietà, nel caso del debito tale costo è rappresentato dagli interessi. Maggiore è il tasso di interesse richiesto dai creditori all'azienda e minore risulta essere la convenienza del debito rispetto all'equity, e viceversa (Baeyens & Manigart, 2006).

Orientativamente, tra la fase di startup e quella della crescita, l'azienda risulta attraente dapprima agli occhi di alcuni attori del mercato private quali, in primis, i **venture capitalist**. Nella fase più matura della crescita invece, le garanzie offerte dall'azienda, in seguito all'accumulo di asset tangibili e al consolidamento dei suoi fondamentali di bilancio, stimolano l'interesse delle banche e delle istituzioni creditizie.

1.3.1. Investimenti di serie A e venture capitalist

Non esiste una definizione univoca di venture capital in letteratura. L'operato di questi fondi, la loro definizione giuridica e ciò che li distingue dagli altri fondi private possono variare in base all'area geografica di riferimento. Secondo l'accezione anglosassone del termine, un venture capital (da ora in poi VC) è un fondo, appartenente alla più ampia categoria di fondi private, tramite il quale l'investitore, o gli investitori, finanziano una o più aziende nelle sue prime fasi di vita in un'ottica di medio-lungo periodo (Metrick & Yasuda, 2010). I fondi VC investono in aziende, spesso tecnologiche, con grandi aspettative di crescita e con un altissimo livello di rischio. Questo genere di investitori riceve un numero molto elevato di business plans e dopo averli analizzati, investe spesso in meno dell'1% di questi. Superare la selezione (*screening*) e ricevere il finanziamento di un fondo VC, è un ottimo segnale sia per gli stakeholders interni sia per quelli esterni (Davila, Foster, & Gupta, 2003). I VC tendono ad interessarsi all'azienda dopo che questa ha già ottenuto un primo round di finanziamento (ad esempio da un angel investor). Si parla, in questi casi, di finanziamento di Serie A, ovvero del primo finanziamento istituzionale che segue al precedente finanziamento *seed*.

Il finanziamento di serie A, rappresentando il primo di successivi round di investimenti istituzionali, fornisce, mediamente, un ammontare di capitale ancora modesto, seppur in costante crescita negli ultimi anni. Nel 2021 (dati di finanziamento USA): il round di finanziamento di serie A medio è di circa \$ 17,8 milioni (maggio 2021) secondo i dati di (Fundz, 2021).

Ogni qual volta un'azienda riceve un round di finanziamento, questa viene valutata. Conoscere l'ammontare di capitale investito e la percentuale di azioni che l'investitore ottiene in cambio, permette di stimare il valore della società, la c.d. *post-money valuation* (Davila, Fostera, & Gupta, 2003).

Ad esempio, ipotizzando i seguenti dati:

Capitale investito nel round: 1.000.000\$ Azioni ottenute in cambio: 10.000

Totale azioni emesse dall'azienda: 50.000

Sarebbe possibile calcolare:

Prezzo per singola azione: $1.000.000/10.000 = 100$ \$

Valore totale dell'azienda (*post-money valuation*): $100 \times 50.000 = 5.000.000$ \$

Di ancor maggiore interesse ai fini di questo elaborato risulta essere tuttavia la c.d. *pre-money valuation*, ossia la valutazione dell'azienda target, prima dell'ottenimento del finanziamento. Sempre secondo i dati di (Fundz, 2021), la *pre-money valuation* mediana delle aziende in procinto di ottenere un finanziamento di serie A, è (maggio 2021) di circa \$ 24 milioni. Il dato fornisce un'idea chiara del livello di sviluppo delle stesse in questa fase.

A titolo di esempio, alcuni dei più noti fondi di Venture Capital sono: Andreessen Horowitz, TPG Growth e Sequoia Capital.

1.3.2. Asimmetrie informative e “*staging*”

Nelle sue prime fasi di crescita, un'azienda tipicamente non ha ancora raggiunto delle dimensioni tali da permetterle la quotazione in borsa, ovvero l'offerta al pubblico delle sue azioni. In tal caso, l'azienda, ancora privata, non è soggetta al controllo della Security and Exchange Commission (SEC), l'ente preposto, negli Stati Uniti, alla vigilanza della borsa valori. L'informativa riguardante le sue condizioni economico-finanziarie non è pubblica e, di conseguenza, l'azienda fatica a dimostrare in maniera credibile e tangibile la qualità del suo business, agli investitori e agli stakeholders esterni. Per queste ragioni, gli investitori interessati a finanziare le aziende in queste prime fasi di crescita, adoperano un processo di selezione, contrattazione e monitoraggio al fine di risolvere, o quantomeno di minimizzare, il problema delle opacità e delle asimmetrie informative tra aziende e investitori (Berger & Udell, 1998).

La capacità di processare le informazioni riguardanti le aziende obiettivo è una delle principali ragioni dietro il successo e la diffusione di investitori quali business angel e i VC. A differenza delle banche e delle altre istituzioni creditizie, questi investitori si concentrano sulle

informazioni strategiche piuttosto che su quelle puramente finanziarie. Nel selezionare le aziende su cui investire, un VC analizza il business model, il mercato e il settore di riferimento, la qualità del management e della proprietà. Per questo motivo, questi investitori sono più adatti ed efficaci, rispetto ad altri, nel finanziare le aziende nelle loro prime fasi di vita (Baeyens & Manigart, 2006).

Tra i meccanismi maggiormente utilizzati dai VC per monitorare le asimmetrie informative e ridurre i costi, uno degli strumenti più efficaci è il c.d. ‘*staging*’. Il termine si riferisce a quel processo di finanziamento che prevede il razionamento del capitale investito in più fasi (stage), al fine di dilazionare l’investimento nel corso dello sviluppo della società beneficiaria. Come sottolineato da (Gompers, 1995), le evidenze empiriche mostrano che, l’utilizzo di più round di finanziamento dilazionati nel tempo, permette ai VC di ottenere informazioni e monitorare l’andamento dell’azienda target, mantenendo allo stesso tempo la possibilità di abbandonare il progetto (e quindi interrompere i successivi rounds di investimento), qualora le prospettive di crescita della stessa non dovessero rispecchiare più gli standards dell’investitore. Lo stesso autore evidenzia la tendenza dei VC ad investire una quantità di capitale minore nei primi round, e maggiore in quelli successivi. Con il proseguire dello sviluppo dell’azienda, l’aumento degli asset tangibili, la diminuzione del market to book ratio e la riduzione dell’intensità di investimenti in ricerca e sviluppo, i VC tendono ad allungare l’orizzonte di tempo e l’ammontare di capitale investito per singolo round, oltre a ridurre i costi d’agenzia a carico dell’investitore.

Sulla base del ruolo dello *staging* nel processo di finanziamento delle aziende, un primo round di investimento da parte di un fondo VC è probabile venga seguito da un altro round di private equity piuttosto che da un round di debito, in particolare quando i rischi legati all’azienda risultassero ancora alti (Baeyens & Manigart, 2006).

1.3.3. Private Equity

Con il termine private equity si fa riferimento a tutte quelle modalità di finanziamento che comportano la cessione, a favore dell’investitore, di una parte del capitale di rischio (azioni) dell’azienda beneficiaria, come corrispettivo del capitale investito.

I venture capitalist sono, di fatto, la fonte di capitale più rilevante nel mercato private. Tuttavia, esistono molte altre società che operano in questo settore, quali ad esempio i fondi speculativi (*Hedge fund*) o i fondi pensione. Ciascuna di queste società, può essere più o meno specializzata nel finanziamento di particolari tipologie di aziende, di fasi diverse di sviluppo delle stesse, di aree geografiche diverse. Non solo, anche le tecniche di investimento sono numerose e, in

genere, società diverse utilizzano strategie diverse. La distinzione tra i VC e tutte le altre società di private equity è quindi legata alla particolare attività dei primi: il finanziamento di aziende in fasi premature del loro sviluppo e con prospettive di crescita particolarmente elevate, nonché, spesso, operanti nel settore della tecnologia.

Con riferimento al mercato anglosassone, tutti i fondi private (inclusi i VC) sono nella maggioranza dei casi strutturati come una limited partnership (LP). La limited partnership è assimilabile alla società in accomandita semplice dell'ordinamento italiano. Si tratta di una forma societaria composta da due tipologie di soci: quelli che versano il capitale e gli altri asset necessari, e quelli che si occupano della gestione manageriale dell'impresa. I primi prendono il nome di '*limited partners*', in quanto godono di responsabilità limitata. I limited partner cedono i poteri di gestione ai secondi, i soci manager, detti '*general partners*', che invece godono di responsabilità illimitata e possono essere titolari anche di una parte del capitale sociale. (Wikipedia, Limited Partnership). Nello specifico, in un fondo private strutturato nella forma di una limited partnership, il general partner si identifica nella società di private equity (ad esempio il Venture Capital) ed è lui che decide dove indirizzare gli investimenti, mentre i limited partners corrispondono a una pleora di investitori istituzionali (Jeng & Wells, 2000). Tra i principali investitori istituzionali che fungono da soci '*limited*' rientrano: compagnie assicurative, fondi pensione, fondi pensione aziendali e fondazioni.

Con il proseguire del loro sviluppo, le aziende risultano sempre più appetibili agli occhi degli investitori del mondo private. Nelle prime fasi, quando ancora i costi di agenzia sono molto alti, sono soprattutto i VC a fornire il capitale necessario al loro finanziamento. Tuttavia, quando queste riescono a raggiungere gradi di solidità maggiori, anche le altre società di investimento divengono attori chiave per il successo delle aziende.

1.3.4. Il ruolo del debito nel finanziamento delle aziende

Nel seguente paragrafo si conclude l'analisi delle diverse fonti di finanziamento disponibili per un'azienda, analizzando l'ultima grande modalità di finanziamento: l'indebitamento.

Per indebitamento si intende la possibilità, per l'azienda, di ottenere capitale attraverso la vendita di strumenti di debito. Nello studio di (Berger & Udell, 1998) gli autori hanno identificato 9 categorie di debito. Tra queste, 3 sono le più diffuse: le banche commerciali, il credito commerciale (*trade credit*) e i debiti a carico del proprietario principale.

Le aziende ottengono credito principalmente tramite prestiti (*loans*) da parte di istituzioni finanziarie autorizzate. Ogni prestito prevede in genere una scadenza entro la quale il debitore

(l'azienda) si impegna a restituire al creditore (la banca) il capitale ottenuto, incrementato di una somma aggiuntiva rappresentativa degli interessi maturati nel corso del finanziamento. A differenza del finanziamento tramite equity, il debito non comporta alcuna cessione di proprietà e di conseguenza è considerata una fonte di capitale meno onerosa rispetto all'equity.

Per credito commerciale invece, si intende un particolare tipo di finanziamento B2B in cui l'azienda acquirente (di merci o di altri mezzi) ottiene l'oggetto del credito differendo il pagamento a una data successiva all'acquisto. Esso rappresenta una fonte di credito estremamente rilevante per il finanziamento a breve termine delle imprese.

Uno studio della *Kauffman Foundation*, riportato nell'articolo di (Harrison, 2015), ha analizzato un campione di più di 5000 aziende americane al fine di individuare quali siano le principali fonti di finanziamento. La **Figura n.2** mostra i risultati ottenuti dallo studio: in termini quantitativi, il finanziamento bancario risulta il principale motore dello sviluppo delle aziende, nonché il più diffuso. A seguire, i capitali di proprietà dei fondatori e quelli apportati da amici e parenti. Tra gli ultimi posti in termini di ammontare investito si collocano Angel investors e Venture Capital.

<u>Major Categories</u>	<u>Amount</u>	<u>Share</u>
Bank and Other Loans	38,059	34.90%
Personal Savings	32,658	30.00%
Friends and Family	6,910	6.30%
Credit Cards	6,756	6.20%
Angel Investors	6,350	5.80%
Venture Capital	4,804	4.40%
Government Related	2,129	2.00%
Total	109,016	100.00%

Figura N.2: Le principali fonti di finanziamento delle imprese (Fonte: Kauffman Foundation)

Tuttavia, in una prospettiva più ampia, che tiene conto dell'insieme di risorse intangibili apportate da VC e angel investors, l'impatto di questi ultimi nel garantire il successo delle aziende, risulta decisamente maggiore. Ciò è particolarmente vero per quelle aziende, la cui sopravvivenza, è strettamente dipendente dalla loro capacità di penetrare il mercato e di crescere in maniera molto rapida.

1.3.5. Fonti di finanziamento: alcune precisazioni

Nei paragrafi precedenti si sono descritte le principali fonti di finanziamento disponibili per le aziende nel corso del loro ciclo di vita. Si noti come il driver principale, che guida l'evoluzione del rapporto tra azienda e investitori, sia la capacità di entrambe le parti di gestire le asimmetrie informative. Il ruolo del debito, quale fonte di capitale legata alle fasi più mature della crescita dell'azienda, non è quindi da considerarsi come un assioma, ma piuttosto come conseguenza della difficoltà, per gran parte delle piccole imprese, di fornire adeguate garanzie alle istituzioni finanziarie.

Non solo, la struttura di finanziamenti fin qui descritta, che identifica il private equity quale mercato di riferimento per il finanziamento delle aziende nelle loro prime fasi di vita, e il debito in quelle successive, non è necessariamente valida per tutte le aree del mondo. Nei mercati anglosassoni (US in primis) è presente un'industria di private equity estremamente evoluta e attori come venture capitalist e business angel sono diffusi. Al contrario, in Europa, e in particolare in paesi bancocentrici come l'Italia, questo tipo di investitori godono di una minore rilevanza e il mercato del private equity ha un ruolo marginale se confrontato con quello bancario. In Europa quindi, il debito bancario non è legato solo alle fasi più mature delle imprese ma spesso rappresenta anche la principale, se non l'unica, fonte di credito per le imprese nelle primissime fasi di vita.

Infine, come scritto da (Berger & Udell, 1998), le diverse fonti di finanziamento sono strettamente legate fra di loro e possono operare in maniera complementare oppure sostitutiva. Per esempio, i contratti stipulati con i business angel sono spesso costruiti in anticipazione all'arrivo di futuri fondi di venture capital, indicando come queste due fonti risultino in genere complementari. Così come, spesso, l'ottenimento di capitale tramite private equity funge da garanzia per ottenere successivi prestiti dalle istituzioni finanziarie. Rilevare questo genere di connessioni è utile per comprendere come la scelta di specifiche fonti di finanziamento sia prima di tutto una scelta strategica e non sia legata unicamente al ciclo di vita dell'impresa e alle possibilità che l'ambiente di mercato in cui opera offre.

1.4. Maturità: Quotazione o vendita

Da quello di serie A in poi, l'azienda tipicamente ottiene successivi rounds di finanziamento, i c.d. round di serie B, C, D etc, che coinvolgono in vari modi tutte quelle tipologie di investitori di cui si è discusso nelle righe precedenti. Il "traguardo" finale di questo processo di crescita è, per le grandi aziende di successo, raggiungibile attraverso diverse modalità di liquidazione.

Le principali sono due: l'acquisizione, ovvero la possibilità, per l'azienda, di essere acquisita da un'azienda più grande, oppure l'entrata nel mercato azionario attraverso un'offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering*, da ora in poi IPO). Nelle prossime righe ci si concentrerà unicamente su questa seconda modalità, decisamente la più diffusa nonché più rilevante ai fini del successivo capitolo.

Il termine **IPO** si riferisce a quel processo tramite il quale, un'azienda prima privata, diventa pubblica attraverso l'emissione, sul mercato azionario, di parte delle sue azioni. Si tratta di un momento fondamentale per l'azienda, perché permette di ottenere una grande quantità di capitale, utile per finanziare la crescita futura. L'IPO è un processo complesso, che richiede in genere diversi mesi, ed è gestito, negli Stati Uniti, dalla SEC, alla quale l'azienda candidata deve fornire una serie di documenti informativi con riguardo alle sue condizioni economico-finanziarie. Tra questi documenti, il primo ad essere pubblicato è il noto modello S-1, la cui compilazione sancisce l'inizio formale di questo processo.

Il rischio più grande per un investitore e per un VC è quello di non riavere indietro i soldi investiti (Jeng & Wells, 2000). Per questo motivo, la presenza di un meccanismo di liquidazione (*exit mechanism*) attuabile, è un prerequisito fondamentale affinché possa svilupparsi un'efficace industria di private equity. L'IPO, come detto, è la principale modalità con cui gli investitori esterni possono liquidare i propri investimenti e trarne finalmente profitto, ma rappresenta un'opportunità anche per l'imprenditore che può recuperare parte del controllo sulla proprietà ceduta. Ottenere nuovi capitali per l'impresa e liquidare gli investitori sono quindi i principali obiettivi di un'IPO (Ritter & Welch, 2002). Esistono anche obiettivi non finanziari, legati ad esempio ai vantaggi di essere i primi in una industria a rendersi pubblici, tuttavia questi giocano un ruolo marginale.

Inoltre, la scelta del *timing*, ovvero del momento migliore per compiere un'IPO, è determinante per il successo dell'operazione. Si è inserito questo paragrafo nella fase della maturità in quanto, le aziende, prendono in considerazione l'IPO solo dopo diversi anni dalla loro fondazione, una volta raggiunta una certa solidità finanziaria ed economica. In genere, la distanza che intercorre tra la fondazione dell'impresa e la sua IPO dipende in misura rilevante dal settore di appartenenza e dal livello di competitività dello stesso. A titolo di esempio, Amazon ci mise solo due anni, mentre Spotify ne impiegò dieci.

Sono state individuate una miriade di ragioni teoriche che possono motivare la scelta di rimandare un'IPO (Ritter & Welch, 2002), tuttavia, scrivono gli autori, due sono i fattori che influenzano di più questa scelta: le condizioni del mercato e lo stadio di vita in cui l'azienda si

trova. Le evidenze empiriche sul tema suggeriscono agli autori che le aziende tendono a rendersi pubbliche in risposta a condizioni favorevoli del mercato, ma soltanto se hanno raggiunto un certo stadio del loro ciclo di vita. Se il mercato è in una fase orso (ribassista), ovvero se il valore dell'azienda è sottovalutato, allora l'imprenditore e gli investitori interni tendono a rinviare l'IPO in attesa di condizioni di mercato più favorevoli. Al contrario, quando il mercato è in una fase toro (rialzista), l'azienda cercherà di emettere al pubblico le proprie azioni sfruttando questa "finestra di opportunità" (Ritter & Welch, 2002) in quanto le potrà vendere ad un prezzo maggiore, ricavando un maggior profitto.

Si conclude sottolineando che non sempre gli investitori privati e i venture capitalist liquidano i propri investimenti durante l'IPO. Ciò che è certo è che l'immediata conseguenza dell'emissione di azioni al pubblico è un incremento nella dispersione delle partecipazioni, spesso seguito anche da un declino della concentrazione della proprietà negli anni a seguire (Alavi, Pham, & Pham, 2008).

2. Il caso Airbnb

2.1. Introduzione al capitolo: Airbnb

Nel seguente capitolo si vuole ripercorrere le nozioni teoriche esposte nel capitolo precedente, per mezzo della loro applicazione ad un caso pratico. Nello specifico, si analizzerà un caso aziendale di enorme successo, quello di Airbnb, azienda operante nel settore del turismo, recentemente quotata per mezzo di un'IPO.

Airbnb nasce nel 2007 a San Francisco, California. L'azienda, ideata dai tre imprenditori Brian Chesky, Joe Gebbia e Nathan Blecharczyk, opera nel settore del turismo e nasce con l'idea di mettere in contatto, attraverso un portale online, coloro che hanno un'abitazione libera (incluse ville, castelli e sistemazioni più esotiche) dalla quale non traggono alcun reddito, con coloro che invece cercano un luogo dove trascorrere brevi periodi di tempo. I primi, i proprietari, sono gli "hosts" e svolgono un ruolo fondamentale nel business di Airbnb. Il valore aggiunto per un ospite (guest), che affitta una camera con Airbnb, è proprio quello di vivere il luogo di destinazione a 360 gradi, immergendosi nella cultura e nella tradizione del posto, e il ruolo degli *hosts* è anche quello di contribuire alla buona riuscita di quest'esperienza (Guttentag, 2019).

Quando i tre fondatori proposero l'idea ai primi investitori questa apparì folle. Furono pochi quelli disposti a scommettere su un futuro in cui le persone avrebbero alloggiato in casa di estranei. Eppure, nel 2011 Airbnb viene valutata 1,3 miliardi di \$ raggiungendo di fatto lo status di "Unicorno" (Craft, s.d.), termine con il quale si è soliti indicare quelle aziende, non ancora quotate in borsa, con una valutazione superiore al miliardo di \$. Ad oggi, ci sono oltre 5,6 milioni di annunci in più di 220 Paesi tra cui scegliere: più delle principali cinque catene di hotel messe assieme (Airbnb, s.d.).

In virtù della sua notorietà, non ci si dilungherà oltre nel descrivere la storia e il funzionamento di Airbnb. Nelle prossime righe, si ripercorrerà la storia finanziaria dell'azienda dal punto di vista dell'evoluzione delle fonti di finanziamento nel corso del suo ciclo di vita. Si evidenzieranno le particolarità delle scelte di finanziamento di Airbnb rispetto alle modalità tipiche prevalentemente discusse in letteratura.

Nella seconda parte del capitolo, si descriveranno le modalità con cui, l'azienda oggetto di analisi, operante in un settore particolarmente vulnerabile a questo genere di eventi, ha risposto

alle difficoltà causate dalla pandemia. Infine, si discuterà della scelta del management di completare l'IPO in un momento così difficile per il settore e per l'economia mondiale tutta.

2.2. Startup: Tra spirito imprenditoriale e acceleratori

Nonostante l'originalità dell'idea, i due fondatori trovarono grosse difficoltà nell'ottenere i primi finanziamenti, come accade tipicamente nelle fasi embrionali di una startup. Complice anche la crisi che irrompeva in quel periodo, quando nel 2008 i tre fondatori proposero l'idea ai primi 15 angel investors ottennero 8 rifiuti, mentre gli altri 7 investitori li ignorarono completamente (Aydin, 2019). Lo stesso autore scrive di come i tre imprenditori, non ottenendo ancora reddito dal sito di Airbnb, decisero di vendere per le strade di San Francisco delle scatole di cereali, personalizzate con le immagini dei candidati alle presidenziali degli US, Obama e McCain. Vendettero ogni scatola per 40 \$ per merito della loro strategia di marketing, ottenendo così circa 30.000 \$ che utilizzarono per migliorare il sito online della società. Abbiamo evidenziato nel capitolo precedente come questo tipo di iniziative siano un tratto distintivo di molte grandi imprese di successo e, nel caso della società di San Francisco, ciò è particolarmente vero. Quando nel 2009 i tre imprenditori proposero la loro idea a Y Combinator, uno dei più importanti acceleratori di startup al mondo, l'idea non convinse del tutto il fondatore Paul Graham. Tuttavia, il visionario investitore fu colpito dallo spirito imprenditoriale dei tre, che lo convinsero a finanziare il loro business. Si tratta del primo finanziamento della società, un investimento seed di 20.000 \$. In cambio del capitale, l'acceleratore ha ottenuto il 6% della proprietà dell'azienda (Kunthara, 2020). Si tratta di un'operazione tipica di operatori come Y combinator, acceleratore che si occupa di investire nelle primissime fasi di vita di startup innovative, e che in cambio offre un programma di formazione al management della società e una serie di servizi per migliorare il prodotto e permettere una più efficace penetrazione nel mercato.

Dopo questo primo round di finanziamento, sempre nel 2009, Airbnb ottiene l'attenzione di Sequoia Capital (Aydin, 2019). Sequoia Capital è uno dei più famosi venture capital al mondo, nota per essere tra i primi investitori in Google, Apple, Oracle e WhatsApp (Weinberg, 2020). In questo suo primo round di finanziamento seed, Sequoia investì circa 600.000 \$ ottenendo 58 milioni di azioni a un prezzo per azione di 0,01 \$. Grazie a questo primo finanziamento la società di venture capital accumulò circa il 70% del totale azioni che ha finito per accumulare grazie ai successivi round (Weinberg, 2020). Come riportato dall'autore, utilizzando come parametro il prezzo per azione dell'IPO, il ritorno sull'investimento (*Return Of Investment-*

ROI) è stato di \$ 260 milioni: 1.746%, mentre il valore della quota al prezzo dell'IPO risulta pari a \$ 4,8 miliardi.

2.3. Crescita: Airbnb, un'azienda sostenuta da venture capital

Nel novembre del 2010 Airbnb ha raggiunto più di 700.000 notti prenotate sul sito e opera in più di 8.000 città (Shontell, 2010). Nello stesso anno, la società ottiene il round di finanziamento di *serie A*, da parte di due venture capital: Sequoia Capital e Greylock Partners, nonché, in misura minore, da alcuni business angel. L'ammontare investito, nel complesso, è stato di 7,2 milioni \$, e ha portato a valutare Airbnb circa 70 milioni \$ (*post-money valuation*).

Nel luglio 2011, Airbnb annuncia di aver ricevuto \$ 112 milioni in finanziamenti di *serie B* da Andreessen Horowitz, importante VC statunitense, e da DST Global e General Catalyst anch'esse aziende di VC. L'obiettivo dichiarato di questi finanziamenti è quello di accelerare la crescita dell'azienda, rinforzare il management costruendo un gruppo di livello internazionale e infine rafforzare la community di Airbnb a livello locale (Tsotsis, 2011). Grazie a questo finanziamento la società ottiene una valutazione di 1,3 miliardi \$ (Craft, s.d.), raggiungendo così lo status di "Unicorno".

Dopo tale traguardo, Airbnb ha ottenuto una serie di finanziamenti (che per alleggerire la trattazione non citeremo in maniera dettagliata) che le hanno permesso di crescere in maniera estremamente veloce in quasi tutto il mondo. La storia finanziaria di Airbnb risulta quindi in linea con le previsioni della letteratura illustrate nel capitolo precedente. Nelle primissime fasi di vita la società è stata supportata da angel investors e da fondi di venture capital. Quest'ultimi sono stati la principale fonte di capitale per l'azienda, che per questo motivo rientra tra quelle c.d. '*venture capital backed firms*' ovvero società supportate da venture capital.

Fino al 2016 l'azienda ha continuato a ottenere finanziamenti unicamente dal mondo del private equity, cedendo parte della sua proprietà a società quali le già citate: Sequoia Capital, Andreessen Horowitz, Y Combinator ma anche Tiger Global Management and TPG Growth e altri.

Nell'estate del 2016 tuttavia, Airbnb riesce ad ottenere il suo primo finanziamento tramite **debito**. Si tratta di 1 miliardo di \$ proveniente da alcune delle più importanti banche statunitensi, quali J.P. Morgan Chase & Co., Citigroup Inc., Bank of America Corp. and Morgan Stanley (Newcomer & Barinka, 2016). Come spiegato nell'articolo di (MacMillan, 2016), molte startup virano sul finanziamento tramite debito per ottenere grandi quantità di capitali, senza diluire o frammentare il loro assetto proprietario e senza dover incorrere in una nuova

valutazione. Mentre i VC investono per lo più sulla base delle aspettative di crescita, le banche sono invece interessate alla capacità dell'azienda target di generare flussi di cassa adeguati a ripagare il debito e gli interessi maturati. Inoltre, questo genere di finanziamento spesso è premonitore di una futura collaborazione tra azienda e banca in ottica di IPO (MacMillan, 2016). Sempre nel 2016, Airbnb ottiene un altro round di private equity, la serie F, per un ammontare di 1 miliardo di \$, e viene valutata 31 miliardi di \$ (Craft, s.d.).

L'ultimo finanziamento degno di nota arriva nel 2020 quando, per far fronte alle difficoltà causate dal diffondersi della pandemia di SARS-CoV-2, Airbnb accetta un finanziamento di circa 1 miliardo di \$ da parte di Silver Lake Partners e Sixth Street Partners attraverso una combinazione di equity e debito (Bosa & Batchelor, 2020). In realtà si tratta solo del primo di due round di finanziamento da 1 miliardo di \$. Per il primo round, trattandosi di un finanziamento di secondo ordine (ovvero per il quale i creditori vengono pagati per secondi in caso di default) il tasso di interesse a carico di Airbnb risulta pari all' 11,5%. Il secondo round invece, questa volta di primo ordine, è stato fornito da una pletera di investitori (tra cui anche Fidelity e Blackrock) ad un tasso minore del 9% (Bosa D. , 2020)

Nel prossimo capitolo analizzeremo l'impatto che la pandemia ha avuto sul business della società e in particolare sulla scelta di rendersi pubblica per mezzo di un'IPO.

2.4. Maturità: Tra pandemia e IPO, quotarsi ora per evitare il contagio

L'impatto della pandemia sull'economia tutta è stato significativo, ma alcuni settori hanno sofferto particolarmente. Tra questi, quello del turismo in primis.

Le conseguenze della crisi sul business di Airbnb sono state ampiamente descritte dall'azienda stessa nei documenti informativi consegnati alla SEC in vista dell'IPO. In particolare, faremo riferimento al modulo *10-K* relativo al 2020 (Airbnb, 2021). Si tratta di un documento che la SEC richiede annualmente alle società quotate e che riepiloga le prestazioni finanziarie dell'azienda. Nel seguente documento la società riporta due indicatori che, in relazione al suo particolare business, sono ritenuti utili per comprendere l'andamento delle performance della stessa:

Il primo è il *'Night and experiences booked'*, ovvero un indicatore dato dalla somma totale delle notti prenotate per soggiorni e per esperienze, in un anno, al netto delle cancellazioni. Nel 2020, Airbnb ha raggiunto 193,2 milioni di notti prenotate, che rappresentano un calo del 41% rispetto al 2019 (326,9 milioni). Prima della pandemia, tale dato era in forte crescita, con un aumento nel 2019 del 31% rispetto al 2018.

Il secondo indicatore è il “*Gross booking value*” (*GBV*), che rappresenta il valore, in dollari, delle prenotazioni effettuate sulla piattaforma online, in un anno, al netto delle cancellazioni. Nel 2020 il *GBV* è stato pari a 23,9 miliardi, in calo del 37% rispetto al 2019 (quando valeva 38 miliardi). Prima della pandemia anche questo dato era in crescita, con un incremento nel 2019 del 29% rispetto al 2018. Nella **figura N.3**, si mostra l’impatto che la diffusione del virus ha avuto sul *Gross booking value* di Airbnb: in particolare, la scala di valore di destra si riferisce all’evoluzione da un anno all’altro (*Year-over-Year*) dell’indicatore tra il 2019 e il 2020 (colonne blu), la scala di valori di sinistra è legata all’evoluzione dei contagi negli US nel corso dell’anno (linee arancioni). Nei primi mesi dell’anno, in assenza di virus, il *GBV* mostrava una crescita positiva (erano maggiori di circa il 20% le notti prenotate a settembre 2020 rispetto a quelle di settembre 2019). Successivamente, lo scoppiare della pandemia ha causato un drastico calo delle notti prenotate sul sito, per poi stabilizzarsi (in negativo) nei mesi finali dell’anno.

Per quanto riguarda i ricavi, questi sono calati rispetto al 2019 di circa il 30%.

Il dato interessante riguarda però L’EBITDA, ricavabile dal conto economico della società. L’EBITDA è un indicatore dell’utile calcolato al lordo di tasse, interessi, ammortamenti e deprezzamenti. Nel 2020 l’EBITDA è risultato essere di -250 milioni di \$, in aumento rispetto all’anno precedente quando era stato di -253 milioni \$. L’aumento dell’EBITDA, che di per sé sarebbe da intendersi come un dato positivo, è in realtà dovuto al drastico calo dei costi piuttosto che ad un aumento dei ricavi. Le cause di questo calo dei costi sono principalmente due: il rallentamento dell’attività economica verificatosi a causa della pandemia, e l’attuazione, da parte del management, di un piano volto a tagliare parte delle spese, allo scopo di compensare il calo dei ricavi. Nel 2020 sono stati ridotti sia i costi fissi sia quelli variabili. Il dato più tragico è sicuramente quello relativo al taglio del 25% dei dipendenti full-time della società (Airbnb, 2021).

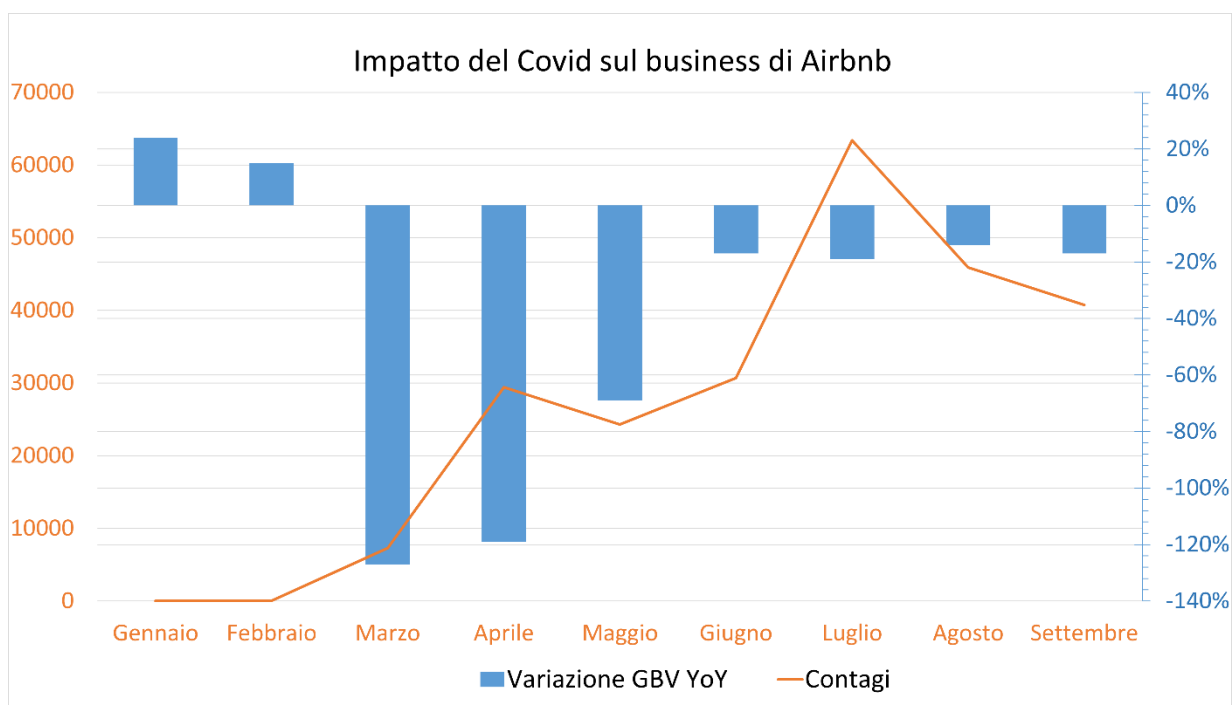


Figura N.3: Impatto della diffusione del Covid-19 sulle notti prenotate sul sito di Airbnb. Fonte: Nostra Elaborazione. Fonte dati: (Richter, 2020), (Centers for disease control and prevention, s.d.).

2.4.1. La risposta di Airbnb alla pandemia

L'impatto che la pandemia ha avuto sul business di Airbnb è stato molto duro, in quanto ha drasticamente ridotto il numero di notti prenotate sul sito e, di conseguenza, i ricavi. Il management dell'azienda ha compiuto una serie di operazioni al fine di limitare i danni della crisi, ma anche per cogliere le opportunità che la stessa ha offerto.

In particolare, (Tauli, 2020) riporta alcuni dei principali provvedimenti intrapresi dalla società: il taglio dei costi; l'ottenimento di finanziamenti sotto forma di debito; la riorganizzazione dell'offerta al cliente in termini di alloggi ed esperienze.

In relazione ai primi, l'azienda ha operato un netto taglio degli stipendi e delle spese in conto capitale, nonché ha ridotto del 25% la forza lavoro. Il 5 maggio 2020, Airbnb ha pubblicato una lettera scritta dal CEO, Brian Chesky, rivolta a tutti i dipendenti, nella quale il manager ha ribadito lo stato di crisi dell'azienda e comunicato il licenziamento di cui sopra (Airbnb, 2020). Al fine di illustrare le motivazioni che hanno portato a questa difficile decisione, Chesky ha spiegato come la pandemia abbia cambiato il mondo che circonda l'operato di Airbnb, e non soltanto in maniera temporanea. Il cambiamento in atto costringe la società ad abbandonare (in parte) alcuni progetti, quali quelli del trasporto e di Airbnb studios, e a concentrarsi sul business centrale, ovvero la community di hosts, che rappresenta il cuore del suo valore.

Airbnb ha inoltre raccolto 1 miliardo di debito da parte di Silver Lake Partners e Sixth Street Partners. Tale finanziamento è parte di uno più grande che complessivamente ha fornito circa 2 miliardi di capitale per far fronte alle difficoltà della pandemia (Scigliuzzo & Tan, 2020). Parte del ricavato da questo finanziamento è stato utilizzato per creare un fondo di 250 milioni di \$ per rimborsare gli hosts, ammontare pari a circa un quarto dei ricavi persi dagli stessi a causa delle cancellazioni.

Da un punto di vista più operativo, la sezione “esperienze” del sito è stata sospesa e sostituita con quella delle “esperienze online” che hanno riscosso un buon successo. Non solo, come riportato in (Airbnb, 2020), la società ha lanciato la campagna “*Work from home is work from any home*” (lavorare da casa vuol dire poter lavorare da qualsiasi casa), con l’obiettivo di intercettare due grandi trend: il primo è quello del lavoro da remoto, esploso con il diffondersi del virus; il secondo è la ricerca di luoghi in cui pernottare per periodi di tempo più lunghi, e possibilmente, in località lontane dai centri urbani, evitando di viaggiare spesso e di esporsi al rischio di contagio. Ed è proprio in linea con queste due grandi tendenze che si è trasformata l’offerta di Airbnb, riuscendo a intercettare quella categoria di clienti c.d. *nomadi globali* (o digitali), sempre più numerosa.

Le sfide sono e saranno ancora tante, e la “lotta” con l’industria alberghiera si svolgerà su più fronti, alcuni dei quali già in atto ed evidenziati da (Glusac, 2020): la politica di rimborso, divenuta fondamentale nelle scelte dei clienti, impauriti dalla possibilità che i loro piani di viaggio vengano inficiati inaspettatamente a causa del virus; la capacità di assicurare l’igiene e la pulizia degli ambienti, tema non banale da gestire nel caso di Airbnb, non potendo la società disporre di un controllo diretto su di esso; la capacità di assicurare la privacy al cliente; conclude la già citata capacità di offrire soluzioni di alloggio a lungo termine.

2.4.2. La scelta dell’IPO

Il 16 novembre 2020 Airbnb ha consegnato alla SEC il suo prospetto informativo S-1, documento in cui annunciava la volontà e i termini della quotazione.

Per prima cosa, si vogliono illustrare alcune delle motivazioni che hanno portato la società a completare la sua IPO in un momento così complicato: in un articolo di (Carville, 2020) l’autrice ha individuato 3 motivi principali: le pressioni da parte dei dipendenti; la necessità di ottenere capitali per coprire il fabbisogno; il tentativo di sfruttare un momento di euforia del mercato.

Per quanto riguarda il primo, Airbnb, come molte altre della silicon valley e non solo, incorpora all'interno delle retribuzioni dei dipendenti, equity sotto forma di RSUs (*Restricted stock units*) o di *stock options*.

Le RSUs sono delle azioni che vengono consegnate al dipendente al soddisfarsi di determinate condizioni e vincoli. Tali strumenti, vengono utilizzati come forma di retribuzione, differita al momento in cui la società consegnerà effettivamente le azioni al dipendente. In genere, vengono trasferite al beneficiario al termine di un periodo di maturazione, che rappresenta, appunto, il vincolo. Le stock options invece, rappresentano il diritto, concesso ai dipendenti, di comprare azioni della società ad un determinato prezzo, in genere molto favorevole. Affinché tale diritto possa esplicarsi quindi, la società deve essere quotata in borsa.

Nel caso di Airbnb, la società aveva distribuito RSUs e stock options a molti dei primi dipendenti. Nel 2019, quest'ultimi hanno scritto una lettera rivolta alla società per incitarla alla quotazione, in modo tale da poter liquidare le loro azioni in scadenza a novembre 2020 e a metà 2021 (Griffith, 2019). Dalla sua fondazione (2008) al 2019 sono passati infatti più di 10 anni, che sono in genere il tempo di maturazione di questo tipo di strumenti.

La seconda motivazione individuata da (Carville, 2020) è legata, da un lato, alla necessità per la società di ottenere grandi ammontare di capitale per finanziare le spese extra dovute alla pandemia, e dall'altro alla difficoltà, allo stesso tempo, di ottenere finanziamenti convenienti tramite debito. Per far fronte alle spese, Airbnb ha riscosso due miliardi di finanziamento tramite un mix di debito ed equity durante il 2020, ma pagandolo a caro prezzo: più del 10% di interesse in media tra i due round, un tasso in genere riservato a imprese ad alto rischio di fallimento.

Infine, in relazione alla terza motivazione, nel capitolo teorico si è evidenziato come il fattore principale che influenza la scelta del timing della quotazione, sono le condizioni di mercato, a patto che la società abbia raggiunto un certo grado di maturità con riguardo al suo ciclo di vita. Con il caso Airbnb, questa previsione teorica viene confermata all'atto pratico. Le aziende, infatti, hanno raccolto più denaro attraverso le quotazioni in borsa nel 2020 che in qualsiasi altro anno dal 2007 (**Figura N. 4**), in quanto il rimbalzo dei mercati azionari, dopo il crollo di marzo, ha attirato una gran quantità di investitori e di imprese pronte a quotarsi per sfruttare questi rialzi (Carnevali, Platt, Hodgson, & Lockett, 2020).

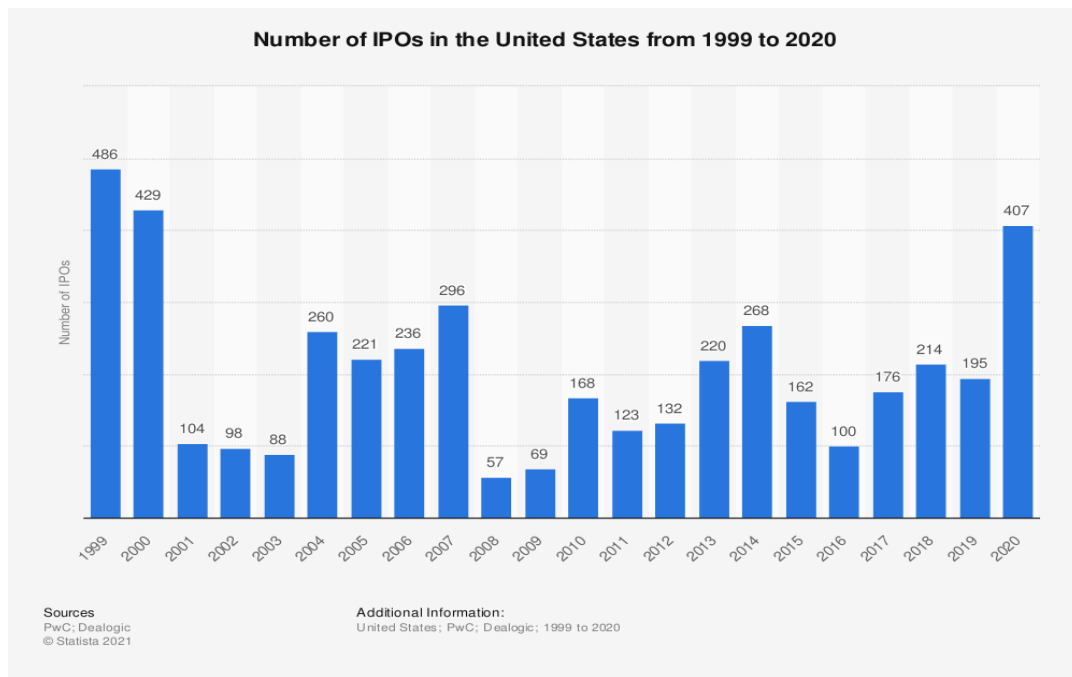


Figura N.4: Numero di IPOs negli Stati Uniti, per anno. Nel 2020, in numero di IPOs è stato più del doppio rispetto all'anno precedente. Fonte: (Rudden, 2021).

2.4.3. Evoluzione prezzo di offerta e risultato quotazione

Airbnb ha comunicato ufficialmente, per la prima volta, il prezzo per azione previsto per la sua IPO il 1° dicembre 2020, all'interno del suo modulo S-1 consegnato alla SEC (Airbnb, 2020). L'intervallo di prezzo previsto era compreso tra 44 \$ e 50 \$ per azione. Una settimana più tardi la società ha aggiornato il suo S-1, aumentando l'intervallo di prezzo previsto per l'IPO: il 7 dicembre il prezzo era quindi compreso tra 56 \$ e 60 \$ (Airbnb, 2020).

Alla fine, il 9 dicembre il comunicato definito della società annuncia un prezzo di offerta pubblica iniziale di 68 \$ ad azione, che ha portato a valutare la società 47 miliardi di \$ (Farrell, 2020). Il comunicato arriva nel giorno del debutto in borsa di un'altra attesissima IPO del 2020, quella del gigante del food delivery *DoorDash*. Il successo e l'enorme domanda di azioni di quest'ultima ha rappresentato l'ennesimo segnale di euforia del mercato e ha alimentato la fiducia del management riguardo la scelta di aumentare il prezzo di IPO di Airbnb. Il 10 dicembre il titolo apre le negoziazioni sul Nasdaq con il simbolo ABNB ad un prezzo di 146 \$ ad azione, mostrando uno sbalzo repentino rispetto al prezzo d'IPO. Le azioni sono salite fino a \$ 165 ciascuna intraday prima di pareggiare i guadagni e chiudere a \$ 144,71, per un aumento del 113% dal suo prezzo IPO di \$ 68. Dal primo giorno ad oggi il prezzo per azione ha oscillato tra i 130 \$ e i 200 \$. Per una panoramica più precisa dell'evoluzione giornaliera del prezzo si rimanda a (Yahoo! Finance, s.d.).

La **figura N. 5** riepiloga l'evoluzione del prezzo per azione di Airbnb, dalla data di pubblicazione del modulo S-1 al primo giorno di quotazione in borsa.

Secondo (Jeans & Au-Yeung, 2020), Airbnb, come molte altre società della Silicon Valley, ha creato una struttura di proprietà che conferisce ai suoi fondatori significativi diritti di voto. In vista dell'offerta, Chesky, Blecharczyk e Gebbia insieme avevano quasi il 44% del potere di voto attraverso la proprietà di azioni di classe B. Includendo le opzioni, Chesky possiede il 15,4% delle azioni B, mentre i due co-fondatori Blecharczyk e Gebbia possiedono ciascuna il 14,2% delle azioni B. Le azioni di classe B, come spiegato dalla società (Airbnb, 2020) hanno infatti un potere di voto pari a 20 voti per azione (erano 10 prima dell'IPO). Tale potere di voto dei tre fondatori è rimasto all'incirca identico dopo l'IPO. Altri importanti shareholders con rilevanti poteri di voto sono: Sequoia Capital (16,5 %), Founders Fund (5,4 %), DST Global (2,3 %).

Per quanto riguarda la proprietà, secondo (Weinberg, 2020), Chesky ha circa l'11% delle azioni della società mentre Nathan Blecharczyk e Joe Gebbia, ne possiedono ciascuno circa il 10%.

Come riportato dalla società, nessuno degli shareholders esterni ha liquidato le proprie partecipazioni durante l'IPO, mentre i tre fondatori hanno venduto circa due milioni di azioni di classe B, diluendo leggermente la composizione societaria.

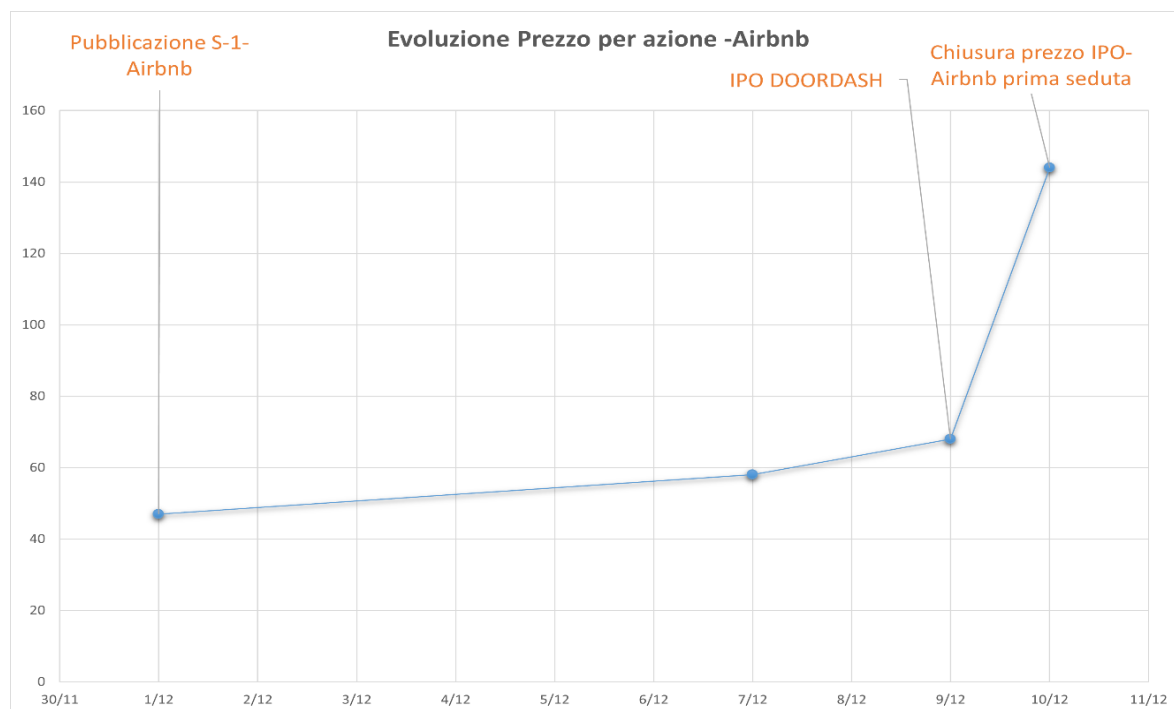


Figura N. 5: L'evoluzione del prezzo per azione di Airbnb. Fonte: Nostra elaborazione

Conclusioni

Nella prima parte del seguente elaborato si è voluto offrire una panoramica dei principali contributi della letteratura sul tema delle fonti di finanziamento disponibili per le aziende. Si sono evidenziati i fattori che, nel corso del loro sviluppo, ne influenzano la capacità di ottenere i finanziamenti necessari per supportare la crescita. Dal punto di vista dell'azienda, il rischio sopportato dalla stessa, risulta essere l'elemento chiave nel determinare la sua capacità di ottenere finanziamenti. Lato investitori, invece, il loro operato dipende principalmente da due fattori: la capacità di gestire e ridurre le asimmetrie informative; il rendimento atteso dall'investimento e, quindi, l'attitudine a sopportare un rischio più (o meno) elevato.

Nelle prime fasi di vita, le aziende sopportano un rischio molto elevato, in quanto il loro business risulta ancora acerbo e la loro competitività sul mercato debole. In queste fasi, inoltre, le aziende risultano ancora private e difficilmente riescono a dimostrare la qualità del loro operato, a causa della mancanza di asset tangibili e fondamentali di bilancio consolidati. Solo quelle tipologie di investitori, in grado di gestire le asimmetrie informative e assumere rischi elevati, si interessano alle aziende in queste prime fasi di vita. Fanno parte di questa categoria di investitori, attori quali: acceleratori di startup; business angel; venture capitalist. Si tratta, in tutti e tre i casi, di investitori del mondo del private equity, che richiedono quindi una certa fetta della proprietà dell'azienda target, in cambio di capitale e di altri asset intangibili.

Nelle fasi di crescita e maturazione, l'azienda riduce gradualmente i rischi associati al suo business e accumula asset tangibili. In queste fasi, quindi, entrano in gioco banche e istituzioni creditizie, che forniscono capitale all'impresa sotto forma di debito.

Si è mostrato come, il credito bancario, risulti la fonte di finanziamento più diffusa in assoluto. In una prospettiva che tenga invece conto dell'impatto complessivo dell'investitore (e non solo dell'impatto in termini monetari), attori quali acceleratori, business angel e venture capitalist, risultano determinanti nel garantire il successo dell'azienda, proprio in virtù del loro apporto di assets intangibili.

Si è inoltre discusso della possibilità, per l'azienda, di completare questo processo di finanziamento per mezzo di un'IPO. Sebbene anche un'azienda quotata possa continuare ad ottenere capitali indebitandosi, è in sede di IPO che l'azienda ottiene la più sostanziosa quantità di capitale. La scelta del timing della quotazione dipende principalmente dalle condizioni del mercato e dal livello di sviluppo dell'azienda. Quest'ultima tende a quotarsi in momenti favorevoli del mercato azionario, a patto che abbia raggiunto la soglia minima di sviluppo desiderata.

Nella seconda parte dell'elaborato si è discusso di un caso aziendale, quello di Airbnb, al fine di portare supporto alle tesi teoriche prima esposte. Ripercorrendo la storia dei finanziamenti dell'azienda, le previsioni della letteratura sono state per lo più confermate. Si è mostrato come, Airbnb, rientri tra quelle aziende la cui fonte principale di capitale proviene dai fondi di venture capital. In particolare, l'azienda ha ottenuto finanziamenti dapprima dai fondatori stessi e dai loro parenti, poi, nella fase di startup e in quelle della crescita, da investitori del mondo private, in particolare acceleratori (Y combinator), venture capitalist (in primis Sequoia Capital) e business angel. Il ruolo dei venture capitalist nel garantire il successo di Airbnb è stato determinante, in virtù del supporto che questi hanno dato all'azienda nello sviluppo del prodotto e nell'arricchimento della squadra manageriale. Solo nelle fasi di maturità, e in particolare in prossimità dell'IPO, l'azienda ha intrattenuto rapporti con i principali istituti bancari statunitensi.

Si è discusso, infine, dell'IPO di Airbnb, arrivata nel 2020 dopo 12 anni dalla sua fondazione, in piena pandemia, in un momento molto complicato per l'economia mondiale. Le previsioni teoriche, esposte nel capitolo primo, hanno trovato conferma anche su questo tema. L'azienda ha infatti sfruttato un momento di euforia dei mercati azionari che, nonostante le difficoltà dell'economia reale, hanno riscontrato record assoluti dopo i ribassi di marzo 2020.

In conclusione, il seguente elaborato non è esente da limitazioni. Il tema trattato risulta estremamente complesso e vario. La letteratura scientifica sul tema ha fornito un'ampissima quantità di studi e delineare un quadro unico e definitivo sarebbe tanto difficile quanto sbagliato. La trattazione si propone di fornire una panoramica delle attuali tendenze, e a questo fine analizza un'azienda di enorme successo e dalla storia recente come Airbnb. Le fonti di finanziamento disponibili per le aziende sono, tuttavia, ben più numerose di quelle citate. Di fatto, ciascun investitore adotta una strategia diversa e la suddivisione di questi in grandi categorie distinte non può che rappresentare una semplificazione didattica. Le fonti di finanziamento stesse, variano in base all'aria geografica di riferimento, in quanto, tra paesi diversi, varia la diffusione e il ruolo dei diversi attori dell'industria finanziaria. Infine, le opzioni a disposizione delle aziende variano anche nel tempo. Ad oggi, diverse nuove possibilità si stanno affacciando sul mercato dei finanziamenti: dal crowdfunding ai metodi alternativi all'IPO tradizionale (direct listing, SPAC). Per questo motivo, per ottenere una visione più completa sul tema trattato, si invita il lettore ad ulteriori approfondimenti.

Bibliografia

- Airbnb. (2020, Maggio 5). *A Message from Co-Founder and CEO Brian Chesky*. Tratto da news.airbnb.com: <https://news.airbnb.com/a-message-from-co-founder-and-ceo-brian-chesky/>
- Airbnb. (2020, Dicembre 1). *Form S-1/A Airbnb, Inc.* Tratto da SEC.report: <https://sec.report/Document/0001193125-20-306257/>
- Airbnb. (2020, Dicembre 7). *Form S-1/A Airbnb, Inc.* Tratto da SEC.report: https://sec.report/Document/0001193125-20-311265/#toc81668_16
- Airbnb. (2020, Agosto 26). *Work From Anywhere: How Airbnb & Guests are Approaching Remote Working*. Tratto da Airbnb.com: <https://news.airbnb.com/work-from-anywhere-how-airbnb-guests-are-approaching-remote-working/>
- Airbnb. (2021, Febbraio 26). *Form 10-K Airbnb, Inc.* Tratto da <https://sec.report/Document/0001559720-21-000010/>
- Airbnb. (s.d.). *Airbnb, about us* . Tratto da <https://news.airbnb.com/it/about-us/>
- Alavi, Pham, P., & Pham, T. (2008). Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process. *Journal of Banking & Finance*, 2361-2375.
- Aydin, R. (2019, settembre 20). *How 3 guys turned renting air mattresses in their apartment into a \$31 billion company, Airbnb*. Tratto da Business Insider: <https://www.businessinsider.com/how-airbnb-was-founded-a-visual-history-2016-2?IR=T>
- Baeyens, & Manigart. (2006). Follow-on financing of venture capital backed companies: the choice between debt, equity, existing and new investors. *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series*.
- Berger, & Udell. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 613-673.
- Bosa, & Batchelor. (2020, Aprile 6). *Airbnb is raising \$1 billion amid fallout from coronanvirus*. Tratto da CNBC: <https://www.cnbc.com/2020/04/06/airbnb-raising-1-billion-amid-fallout-from-coronanvirus.html>
- Bosa, D. (2020, Aprile 14). *Airbnb raising another \$1 billion in debt as coronavirus ravages tourism business*. Tratto da CNBC: <https://www.cnbc.com/2020/04/14/airbnb-raises-another-1-billion-in-debt.html>

- Čalopa, Horvat, & Lalić. (2014). ANALYSIS OF FINANCING SOURCES FOR START-UP. *Management : Journal of Contemporary Management Issues*.
- Carnevali, Platt, Hodgson, & Lockett. (2020, Dicembre 28). *Markets shock in 2020 gives way to IPO boom*. Tratto da Financial Times: <https://www.ft.com/content/af6e52d5-ec71-41c1-b021-33d81e371a17>
- Carville, O. (2020, Agosto 26). *Here's Why Airbnb Is Going Public in the Middle of the Pandemic*. Tratto da Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2020-08-26/airbnb-ipo-why-it-s-going-public-during-coronavirus>
- Centers for disease control and prevention. (s.d.). Tratto da <https://covid.cdc.gov/covid-data-tracker/#datatracker-home>
- Cohen, S. G., & Hochberg, Y. V. (2014). Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon. Tratto da <https://ssrn.com/abstract=2418000>
- Craft. (s.d.). *Airbnb funding rounds, valuation and investors*. Tratto da <https://craft.co/airbnb/funding-rounds>
- Damodaran, A. (2020). *THE CORPORATE LIFE CYCLE: GROWING UP IS HARD TO DO, GROWING OLD IS EVEN HARDER!* NYU Stern School of Business. Tratto da <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/CorpLifeCycleReallyShort2020.pdf>
- Davila, A., Fostera, G., & Gupta, M. (2003). Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Journal of business venturing*, 689-708.
- Dempwolf, C. S., Auer, J., & D'Ippolito, M. (2014). Innovation Accelerators: Defining Characteristics Among Startup Assistance Organizations. *Office Of Advocacy* .
- Farrell, M. (2020, Dicembre 10). *Airbnb Prices IPO at \$68 a Share, Higher Than Expected Range*. Tratto da The Wall Street Journal: <https://www.wsj.com/articles/airbnb-expected-to-price-ipo-above-56-to-60-a-share-range-11607527468>
- Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (2001). The Private Equity Market: An Overveiw. *New York University Salomon Center 1997*.
- Fundz. (2021). Series A, B, C Funding: Averages, Investors, Valuations.
- Glusac, E. (2020, Maggio 14). *Hotels vs. Airbnb: Has Covid-19 Disrupted the Disrupter?* Tratto da New York Times.com: <https://www.nytimes.com/2020/05/14/travel/hotels-versus-airbnb-pandemic.html>

- Gompers, P. A. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The journal of finance*, 1461-1489.
- Griffith, E. (2019, Settembre 20). *Inside Airbnb, Employees Eager for Big Payouts Pushed It to Go Public*. Tratto da New York Times: <https://www.nytimes.com/2019/09/20/technology/airbnb-employees-ipo-payouts.html>
- Guttentag. (2019). Progress on Airbnb:a literature review. *Journal of Hospitality and Tourism Technology*.
- Harrison, J. (2015). No, entrepreneurs, most of you don't need angel investors or venture capitalists. *The Washington Post*.
- Investopedia. (s.d.). Angel Investor. *Investopedia*.
- Jeans, D., & Au-Yeung, A. (2020, Novembre 16). *Have Nearly 44% Voting Control Of Covid-Dented Business, IPO Filing Shows*. Tratto da Forbes: <https://www.forbes.com/sites/davidjeans/2020/11/16/airbnb-cofounders-own-nearly-42-of-covid-dented-business-ipo-filing-shows/?sh=6b448f83dba6>
- Jeng, & Wells. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance* 6, 241–289.
- Kunthara, S. (2020, ottobre 29). *Airbnb's IPO Is A Big Deal For The Company. It's Big For Y Combinator, Too*. Tratto da Crunchbase: <https://news.crunchbase.com/news/airbnb-ipo-origin-story-y-combinator/>
- MacMillan, D. (2016, Giugno 16). *Airbnb Raises \$1 Billion in Debt*. Tratto da The Wall street Journal: <https://www.wsj.com/articles/airbnb-raises-1-billion-in-debt-1466096845>
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *VENTURE CAPITAL & THE FINANCE OF INNOVATION*. John Wiley & Sons, Inc.
- Newcomer, & Barinka. (2016, Giugno 16). *Airbnb Adds \$1 Billion to War Chest for Expansion*. Tratto da Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-16/airbnb-said-to-get-1-billion-debt-facility-from-big-u-s-banks>
- OECD. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. Paris: OECD Publishing. Tratto da <https://doi.org/10.1787/9789264118782-en>.
- Osnabrugge, M. V., & Robinson, R. (2000). *Angel investing: Matching startup funds with startup companies--the guide for entrepreneurs and individual investors*. Jossey-Bass Inc.

Richter, F. (2020, Dicembre 8). *How Hard Has Airbnb Been Hit by the Pandemic?* Tratto da Statista.com: <https://www.statista.com/chart/23717/monthly-gross-bookings-on-airbnb/>

Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 1795-1828.

Rudden, J. (2021, Gennaio 28). *Number of IPOs in the U.S. 1999-2020*. Tratto da Statista.com: <https://www.statista.com/statistics/270290/number-of-ipo-in-the-us-since-1999/>

Salamzadeh, & Kesim. (2015). Startup Companies: Life Cycle and Challenges. *4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE)*.

Scigliuzzu, & Tan. (2020, Dicembre 11). *Airbnb Lenders Reap \$1 Billion Windfall on Pandemic Lifeline*. Tratto da Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-11/airbnb-lenders-reap-1-billion-windfall-on-pandemic-lifeline#:~:text=The%20loan%20was%20part%20of,upended%20the%20global%20travel%20industry.>

Shontell, A. (2010, Novembre 10). *JUST ANNOUNCED: Airbnb Raises \$7.2MM Series A Round and Releases iPhone App*. Tratto da Business Insider: <https://www.businessinsider.com/airbnb-raises-72mm-series-a-round-and-releases-iphone-app-2010-11?IR=T>

Taulli, T. (2020, Novembre 21). *How Airbnb Beat The Covid-19 Virus*. Tratto da Forbes: <https://www.forbes.com/sites/tomtaulli/2020/11/21/how-airbnb-beat-the-covid-19-virus/?sh=2493ebaf2bcf>

Tsotsis, A. (2011, Luglio 25). *Airbnb Bags \$112 Million In Series B From Andreessen, DST And General Catalyst*. Tratto da TechCrunch: <https://techcrunch.com/2011/07/24/airbnb-bags-112-million-in-series-b-from-andreessen-and-others/>

Vasilescu, L. G. (2009). Business angels: Potential financial engines for start-ups. *Economic Research*, Vol. 22 No. 3.

Weinberg, C. (2020, dicembre 7). *Airbnb's Biggest IPO Winners*. Tratto da The Information: <https://www.theinformation.com/articles/airbnbs-biggest-ipo-winners>

Wikipedia. (s.d.). Limited Partnership.

Wikipedia. (s.d.). Sequoia Capital.

Yahoo! Finance. (s.d.). *Airbnb, Inc. (ABNB)*. Tratto da Yahoo! Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/ABNB/history>

