



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"DIRECT LISTING: ANALISI DEL CASO PALANTIR"

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO: TOMMASO ORDINE

MATRICOLA N. 1190623

ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021

Indice

INTRODUZIONE	3
IPO: LA QUOTAZIONE BORSISTICA TRADIZIONALE	5
<i>LE MOTIVAZIONI</i>	5
<i>Liquidità e differenziazione del portafoglio</i>	5
<i>Il superamento dei vincoli di credito e il maggior potere contrattuale verso le banche</i>	6
<i>Il monitoraggio e il riconoscimento da parte degli investitori</i>	6
DEFINIZIONE DI IPO	7
LA PROCEDURA	8
I COSTI	11
<i>Costi diretti</i>	12
<i>Costi indiretti di underpricing</i>	13
DIRECT LISTING	15
<i>I VANTAGGI E GLI SVANTAGGI</i>	16
LE REGOLE	17
LA PROCEDURA	18
IL CASO PALANTIR	21
<i>DESCRIZIONE DELL'AZIENDA</i>	21
LA QUOTAZIONE	25
CONCLUSIONI	31
APPROFONDIMENTI	34
<i>PRICE DISCOVERY TRAMITE ASTA</i>	34
<i>ULTERIORI TEORIE E MODELLI SULL'ORIGINE DELL'UNDERPRICING</i>	34
<i>REQUISITI DIRECT LISTING NYSE E NASDAQ</i>	36
BIBLIOGRAFIA	39

Introduzione

La quotazione borsistica è un momento chiave per lo sviluppo di un'azienda, può avvenire in momenti diversi della vita aziendale e per rispondere a specifiche necessità. I fini della quotazione sono principalmente: ricerca di nuovo capitale per finanziare la crescita aziendale, rendere più liquida la posizione degli investitori e dei fondatori e migliorare la propria reputazione di fronte a clienti e investitori, in quanto le aziende quotate sono tenute a seguire maggiori regole di trasparenza finanziaria. Tradizionalmente la strada percorsa dalle aziende che decidono di quotarsi era rappresentata dalla procedura di offerta pubblica iniziale o *Initial Public Offering* (IPO). Questa quotazione, che si articola in varie fasi, può seguire differenti modalità di determinazione del prezzo e si tratta di un procedimento lungo e dispendioso, a causa degli elevati costi diretti (commissioni bancarie) e indiretti (sottovalutazione del prezzo iniziale delle azioni).

Obiettivo di questa prova finale è di intraprendere un discorso critico intorno a un tipo di quotazione sempre più utilizzato, il Direct Listing, sottolineandone l'importanza in quanto garantisce l'accesso al mercato borsistico ad un numero maggiore di aziende. Nell'elaborato verranno presentate le caratteristiche di questa quotazione e i vantaggi per le imprese che percorrono questa strada.

La caratteristica principale che differenzia il Direct Listing da una IPO è il fatto che con la quotazione non vengono emesse nuove azioni da vendere sul mercato e non si procede dunque a raccogliere nuovo capitale. La finalità di un Direct Listing è remunerare gli investitori e i fondatori, senza diluire il pacchetto azionario. Per questi motivi il Direct Listing si rivela uno strumento efficace per le start-up "unicorn", (sono chiamate in questo modo le startup dal valore stimato maggiore di un miliardo di dollari) del settore high-tech. Queste società hanno necessità di remunerare i propri investitori e non di raccogliere nuovi capitali. Il vantaggio principale garantito dal Direct Listing è la convenienza economica, in quanto le aziende non devono riconoscere alle banche commissioni per la vendita delle loro azioni.

L'elaborato è organizzato in tre capitoli principali:

Nel primo capitolo, è presentato il metodo di quotazione tradizionale, l'IPO. Sono mostrate le motivazioni alla base di una quotazione e successivamente sono indicate le fasi attraverso cui si svolge una procedura di IPO. Nel capitolo sono esposti studi e ricerche sull'entità dei costi diretti e indiretti affrontati dalle aziende.

La seconda parte dell'elaborato è dedicata al Direct Listing. Sono presenti esempi di aziende quotate con questo metodo, è analizzato il rendimento dei loro titoli e sono presentati i dati riguardo al costo di queste operazioni. Nel secondo capitolo è mostrato anche il diverso

sistema di determinazione del prezzo in un Direct Listing. In una IPO il prezzo è determinato dalle banche intermediarie, durante incontri preliminari con gli investitori. In un Direct Listing il prezzo di riferimento è stabilito direttamente dal mercato in cui l'azione verrà scambiata, basandosi principalmente sul valore a cui le azioni vengono vendute privatamente. Ampio spazio nel capitolo è dato anche alla descrizione della figura delle banche intermediarie, del loro ruolo centrale in una quotazione attraverso IPO e delle criticità del Direct Listing causate dalla loro minore partecipazione. Le banche svolgono un importante ruolo di controllo sulla quotazione, più forte in una IPO, rispetto che in un Direct Listing.

L'elaborato prosegue con l'analisi, nel terzo capitolo, della quotazione dell'azienda Palantir, avvenuta tramite Direct Listing il 30 settembre 2020. In primo luogo, viene descritta l'azienda, il mercato in cui opera, i principali prodotti che offre, il mercato di riferimento e i risultati economici dell'azienda. Successivamente è descritta la quotazione di Palantir, la struttura azionaria scelta, il rendimento delle azioni nel corso dei mesi, e le posizioni che hanno assunto nei confronti del titolo i principali investitori e azionisti.

IPO: la quotazione borsistica tradizionale

Le motivazioni

La quotazione borsistica è una procedura complessa, richiede all'azienda molti mesi di lavoro e la collaborazione di diversi interlocutori (banche, studi legali, consulenti). I costi di natura economica dati soprattutto dalle commissioni delle banche ed i benefici, legati alla liquidità che acquistano i titoli, alla raccolta di capitali e al maggiore prestigio, sono aspetti contrapposti che vengono pesati e analizzati dal management prima della decisione di quotarsi in una borsa valori.

I principali motivi, approfonditi da Pagano et al. (2002), per cui le aziende si quotano sono:

Liquidità e differenziazione del portafoglio

La possibilità per i fondatori, gli investitori e anche alcuni dipendenti di rendere liquide le proprie partecipazioni azionarie è tra i principali vantaggi della quotazione (Pagano, 1993). Le azioni di aziende private non sono facilmente scambiabili, è complesso determinarne il valore e il loro trasferimento è spesso limitato da clausole e condizioni statuarie.

In un'azienda privata è preclusa la possibilità di investimento a piccoli investitori che cercano azioni da scambiare rapidamente. Come portato alla luce da Pagano, la liquidità delle azioni societarie è una funzione crescente del loro volume di scambio, perciò questo vantaggio di liquidità spesso è raccolto solo da società sufficientemente grandi. Per questo motivo è ragionevole aspettarsi una relazione positiva tra le dimensioni di una azienda e la probabilità di una quotazione in borsa.

La maggiore liquidità delle azioni dopo un'IPO influenza il comportamento degli investitori. Un investitore razionale grazie alla quotazione di un'azienda in cui ha investito potrà vendere alcune quote per aumentare la diversificazione del proprio portafoglio.

La diversificazione può essere raggiunta direttamente, vendendo quote per compiere altri investimenti, o indirettamente, quando l'azienda grazie al capitale raccolto durante l'IPO ne reinveste una parte per comprare titoli di altre aziende sul mercato.

Sempre secondo Pagano, poiché la diversificazione è uno dei benefici dato dalla quotazione, le aziende con investimenti più rischiosi sono maggiormente portate a quotarsi in borsa.

Il superamento dei vincoli di credito e il maggior potere contrattuale verso le banche

Le imprese, grazie alla quotazione, raccolgono capitale senza ricorrere a prestiti e mutui bancari. La possibilità di accedere a questo tipo di capitale è particolarmente appetibile per aziende con grandi investimenti presenti e futuri, un grande rapporto di indebitamento e una grande crescita. Quando si verificano queste condizioni è maggiore la probabilità che le aziende si quotino. Sotto questo aspetto la quotazione può portare un doppio vantaggio: le aziende grazie ai capitali raccolti realizzano maggiori investimenti, limitando allo stesso tempo il loro rapporto di indebitamento.

Le aziende, quotandosi, possono aumentare il proprio potere contrattuale verso gli istituti di credito, (Rajan, 1992, si vedano Pagano et al, 2002).

Uno dei problemi legati ai finanziamenti concessi dalle banche è che quest'ultime posseggono informazioni privilegiate sull'affidabilità creditizia dei propri clienti attraverso cui possono generare extraprofiti. La quotazione in borsa garantisce più trasparenza al mercato, suscitando potenzialmente una maggiore concorrenza tra differenti banche e abbassando così il costo del debito per le aziende quotate rispetto a quelle che non lo sono.

Per questo motivo Rajan sottolinea che le aziende non quotate che posseggono un debito più concentrato tra poche banche, pagando perciò interessi più onerosi, sono maggiormente portate a rivolgersi al mercato borsistico.

Il monitoraggio e il riconoscimento da parte degli investitori

Le aziende quotandosi aumentano la loro trasparenza verso l'esterno, in questo modo gli investitori posseggono un maggior grado di controllo sull'azione manageriale.

Soprattutto nei mercati anglosassoni, i manager di aziende quotate sono consci che il mercato è un regolatore indiretto del loro comportamento, poiché le decisioni manageriali che portano un titolo a perdere valore, espongono al rischio di acquisizioni ostili.

La presenza del prezzo di un'azione facilmente scambiabile è uno strumento utile per progettare un sistema retributivo dei manager basato sulla performance del titolo aziendale (es. stock options) (Holmstrom e Tirole, 1993, si vedano Pagano et al., 2002). Un sistema retributivo così strutturato è funzionale a orientare il comportamento dei manager nel medio lungo termine ed allineare gli interessi dei manager a quelli degli investitori.

Una azienda che si quota, a maggior ragione in mercati prestigiosi e riconoscibili, può sfruttare l'operazione anche come una forma di pubblicità.

In particolare, in un modello proposto da Merton (1987, si vedano Pagano et al., 2002) viene portata alla luce la relazione tra il prezzo di un titolo azionario e la sua popolarità tra gli

investitori. Secondo Merton, infatti, i titoli maggiormente conosciuti, a parità di altre condizioni, hanno un valore maggiore.

Definizione di IPO

“L’offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.”¹ La procedura di ammissione in Borsa si svolge in un arco temporale che va dai 4 ai 6 mesi, all'interno del quale si alternano le fasi di pianificazione, due diligence, redazione del prospetto informativo e della documentazione obbligatoria per la quotazione, ammissione a quotazione, costituzione del consorzio di collocamento, attività di marketing, road show, bookbuilding, collocamento vero e proprio e successiva negoziazione.²

L’offerta di azioni può manifestarsi secondo due modalità, offerta primaria e offerta secondaria. L’offerta primaria, detta IPO³ (Initial public offering) costituisce lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori azioni di nuova emissione nate a seguito di un’operazione di aumento di capitale. L’offerta secondaria, denominata anche FPO⁴ (follow-on public offering) è un’emissione di azioni aggiuntive effettuata da una società dopo una IPO. Una FPO può realizzarsi in due modalità: è detta diluita se vengono offerte al mercato azioni di nuova emissione tramite un aumento di capitale, è detta non diluita quando le azioni offerte sono appartenute precedentemente a persone fisiche o giuridiche. La differenza principale risiede quindi nell’origine delle azioni offerte al mercato, in una IPO e in una FPO diluita le azioni sono di nuova emissione, e la loro vendita finanzia l’azienda, mentre le azioni scambiate tramite una FPO non diluita liquidano la quota di alcuni investitori e modificano la struttura societaria.

Il Direct Listing, che si configura nella quasi totalità dei casi come un’offerta esclusivamente secondaria non diluita, è una strada percorsa quindi da aziende che non hanno necessità di aumenti di capitale e di ulteriore finanziamento in quanto hanno raccolto ingenti somme di denaro dalla vendita di azioni nel mercato privato, si tratta di start up finanziate da grandi fondi di venture capital.

¹ Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it.

² Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it.

³ Una IPO in Italia viene definita anche una OPS (offerta pubblica di sottoscrizione)

⁴ Una FPO in Italia viene definita anche OPV (offerta pubblica di vendita)

Negli ultimi anni, per conferire alle aziende maggiore elasticità di quotazione, è stata chiesta dalla NYSE (New York Stock Exchange) approvata dalla SEC (l'organo controllore della borsa statunitense) una procedura di Direct Listing in cui vi può essere anche offerta di nuove azioni.

La procedura

L'analisi dei costi e dei benefici è soltanto il primo passo di un processo complesso, caratterizzato da durata variabile e che si articola in quattro fasi⁵: 1) la scelta degli intermediari, ovvero banche che seguiranno l'azienda emittente durante il processo di quotazione, 2) la due diligence, in cui si verifica la fattibilità della quotazione e si redigono precisi documenti, 3) la price discovery, in cui viene individuato il prezzo a cui verranno offerti i titoli e infine 4) la stabilizzazione del prezzo e la transizione al mercato competitivo.

Il ruolo principale delle banche intermediarie è quello di sottoscrivere i titoli che l'azienda emittente intende vendere e collocarli successivamente presso gli investitori. Per questo motivo le banche intermediarie prendono il nome di "underwriter". Gli underwriter svolgono il ruolo di collegamento fondamentale tra gli emittenti e gli investitori. Questo collegamento si manifesta sotto forma del "bookbuilding" e del "road show". Il termine "road show" indica il processo attraverso cui gli underwriter, insieme alla società emittente, prendono parte, prima della quotazione, a una serie di incontri a porte chiuse con diversi investitori istituzionali. La finalità di questi incontri è quella di presentare la società emittente agli investitori, raccogliere le loro ordinazioni di titoli ed esplorare il prezzo di acquisto. Tutte queste ordinazioni compongono quello che viene definito il "book", l'operazione è quindi detta "bookbuilding".

Presa la decisione di quotarsi presso un mercato borsistico, la società emittente procede quindi a scegliere una o più banche d'investimento con cui lavorare. Le banche seguono l'emittente durante tutto il processo ed è essenziale abbiano grande reputazione ed esperienza. Gli istituti più rinomati danno maggiore visibilità all'operazione, aumentando la domanda di azioni. Esistono tre diversi tipi di accordi di sottoscrizione delle azioni tra l'azienda che si vuole quotare e la banca d'investimento che la assiste (vengono definiti consorzi nei casi in cui gli intermediari siano molteplici).

-di semplice collocamento, in cui l'intermediario si impegna solamente a vendere presso il pubblico i titoli oggetto dell'offerta.

⁵ Fonte fasi paragrafo: IPO process <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/ipo-process/> Consultato il 23/06/2021

-di garanzia, in cui l'intermediario si impegna a sottoscrivere tutti i titoli rimasti invenduti dopo la chiusura del periodo di offerta.

-di assunzione a fermo, in cui gli intermediari acquistano direttamente tutte le azioni dell'azienda emittente e si impegnano a collocarli presso il pubblico entro un certo periodo.⁶

La seconda fase è quella detta di “due diligence” in cui l'azienda lavorando con la banca intermediaria, gli avvocati e consulenti esterni, produce una precisa documentazione da presentare all'organo di controllo borsistico nazionale (es. Consob, SEC). I documenti necessari affinché la richiesta di quotazione venga accettata dall'organo di controllo sono molteplici e cambiano in base alla nazione o al mercato borsistico in cui si intende essere scambiati. I principali documenti richiesti sono il prospetto informativo, il working capital statement e documenti che accertino verifiche sul controllo di gestione.

La terza fase⁷ è quella della cosiddetta “price discovery” e del successivo collocamento delle azioni. Il ruolo delle banche intermediarie in questa fase è quello di effettuare valutazioni per stabilire il prezzo a cui collocare un'azione sul mercato. Inizialmente si tratta di valutazione teoriche basate sull'equity story aziendale e sul posizionamento dell'azienda comparandola con aziende affini. Il metodo di valutazione più utilizzato è quello dei multipli. “Il metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow”.⁸

Successivamente le banche underwriter effettuano dei sondaggi tra potenziali investitori per ridurre la forchetta del prezzo in base ai feedback ricevuti. Segue poi la fase detta di “bookbuilding” in cui vengono raccolti gli ordini di investitori retail e istituzionali.

Gli investitori retail (generalmente risparmiatori, ma anche società o altri enti non qualificabili come clienti professionali⁹) vengono informati del prezzo massimo di collocamento, ma non partecipano attivamente al processo di determinazione del prezzo.

Gli investitori istituzionali (quali banche, fondi pensione, fondi speculativi, fondi comune di investimento) al contrario possono esprimere ordini in funzione del prezzo, dando la possibilità agli intermediari di stabilire una curva di domanda aggregata dei titoli in funzione del prezzo di collocamento. Sulla base dell'analisi di questa curva e agendo in accordo con la società che intende quotarsi, gli intermediari stabiliscono il prezzo finale.

⁶ Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it,

⁷ Fonte: Marco Maria Fumagalli (ex dirigente Consob) <https://fchub.it/unalternativa-allipo-anche-in-italia/> Consultato il 23/06/2021

⁸ Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it,

⁹ Glossario ACF, https://www.acf.consob.it/glossario/-/asset_publisher/cThPbj4ayk1c/content/investitore-retail Consultato il 20/05/2021

Il metodo di formazione del Book di raccolta delle ordinazioni appena descritto è essenzialmente discrezionale in quanto gli intermediari possono scegliere gli investitori presso cui collocare i titoli oggetto di vendita. Questo metodo di collocamento e di determinazione del prezzo porta alcuni vantaggi agli intermediari finanziari. Le banche presenti nel consorzio di collocamento guadagnano grandi commissioni sulla vendita dei titoli. Anche gli organi di controllo vedono di buon occhio l'open price bookbuilding, procedura che ritengono efficiente per garantire la raccolta di capitale, essendo questo obiettivo visto come di interesse sociale. L'elemento più controverso legato a questo tipo di collocamento è il cosiddetto costo di underpricing, approfondito più avanti nella trattazione, in particolare nella sezione relativa ai costi delle IPO.

Una forma di collocamento alternativa è il collocamento tramite asta.

Il più famoso dei recenti collocamenti che hanno seguito questo schema è quello di Google inc. nel 2004. Un'asta, almeno in teoria, dovrebbe garantire il prezzo di collocamento più alto possibile per la società offrendo al contempo ai singoli investitori, piuttosto che ai soli gestori di fondi che dominano l'approccio del bookbuilding, l'opportunità di acquistare azioni (Ritter, 2014). Grazie al collocamento tramite asta si possono generalmente ridurre le perdite di denaro legate al fenomeno di underpricing rispetto al processo dell'open price bookbuilding.¹⁰

La fase conclusiva inizia nel momento immediatamente successivo alla quotazione di un'azienda sul mercato azionario. Le banche intermediarie svolgono in questo stadio un ruolo di stabilizzazione dei prezzi, attività permessa dagli enti che regolano il mercato.

Il meccanismo per stabilizzare i prezzi è garantito dall'utilizzo dell'opzione di "green shoe", se adeguatamente menzionata nel prospetto informativo presentato prima della quotazione. La green shoe, detta anche over-allotment option, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori.

Storicamente il termine green shoe (o anche greenshoe) nasce dall'azienda americana Green Shoe Corporation, che utilizzò questa tecnica per la prima volta al momento della sua quotazione.¹¹

L'opzione di over-allotment può essere esercitata dal consorzio delle banche intermediarie sia nel caso in cui le azioni si stiano apprezzando che deprezzando troppo rispetto al prezzo di collocamento. Nel caso in cui fosse necessario deprezzare il titolo, gli intermediari esercitano l'opzione, collocando sul mercato un numero maggiore di titoli, così incrementando

¹⁰ Argomento in approfondimenti

¹¹ Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it.

il numero di azioni offerte diminuirà il loro prezzo. Nel caso contrario, se si rendesse necessario apprezzare un titolo, gli intermediari possono acquistare le azioni dell'azienda appena quotata direttamente dal mercato. Così facendo si riduce la quantità di azioni flottanti ed è possibile aumentarne il prezzo.

In entrambi i casi l'esercizio dell'opzione può generare un guadagno agli intermediari. Nel primo caso i ricavi dei collocatori aumentano in quanto aumentano le azioni collocate sul mercato e quindi le commissioni sulla vendita dei titoli (rappresentate dalla differenza tra il prezzo pagato dagli intermediari alla società e il prezzo finale di vendita, tipicamente questo margine è del 7%, anche se spesso è minore in quotazioni di aziende con una grande capitalizzazione di mercato). Nel secondo caso il guadagno degli intermediari si manifesta dal momento che loro collocano le azioni sul mercato originariamente al prezzo di collocamento e le riacquistano, per far salire il valore delle azioni, al prezzo minore attualmente raggiunto sul mercato. In questo caso le banche si assumono anche un potenziale rischio che si manifesta nel caso in cui le azioni continuino a scendere di valore.

La prassi comune è che la percentuale di azioni riservata all'opzione di greenshoe non superi il 15% delle azioni offerte al mercato. Questo numero non è stabilito a livello normativo, ma una percentuale maggiore può essere vista negativamente dagli investitori, comportando un'offerta di titoli sul mercato sproporzionata rispetto alla domanda.

L'ultima fase del processo di IPO comincia dopo il cosiddetto "black out" o "quiet" period, periodo durante il quale gli analisti degli intermediari facenti parte del consorzio di collocamento non possono pubblicare gli studi effettuati sulla società in questione.¹²

Negli Stati Uniti la regola imposta dalla SEC è che questo periodo duri 25 giorni, finiti i quali le azioni vengono scambiate sul mercato seguendo le regole della competizione di mercato.

I costi

Il principale ostacolo che incontrano le aziende che vogliono quotarsi tramite una IPO è il grande costo dell'operazione. I costi si dividono principalmente in due categorie: diretti e indiretti. I costi diretti sono rappresentati in larga parte dalle commissioni delle banche intermediarie, ma anche da spese di natura legale, fiscale, di revisione contabile e da costi di registrazione. I costi diretti medi per un'IPO negli Stati Uniti di una grande società ammontano a circa 44 milioni di dollari, di cui 37 sono pagati agli underwriter come commissioni di

¹² Glossario Finanziario Borsa Italiana, consultato il 23/06/2021 www.borsaitaliana.it.

vendita¹³. In quotazioni miliardarie però i costi sono molto maggiori (Facebook ha riconosciuto 176 milioni di dollari di commissioni alle banche underwriter)¹⁴.

I costi indiretti sono rappresentati in gran parte dal fenomeno dell'underpricing. L'underpricing è un fenomeno tipico delle offerte pubbliche di vendita delle IPO e si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento delle quotazioni.

Le società perseguono consapevolmente questa strategia di vendita per incentivare gli investitori ad acquistare i titoli e per massimizzarne la diffusione fra un pubblico ampio.

Costi diretti

Le commissioni che le aziende pagano alle banche intermediarie rappresentano la loro remunerazione. Gli underwriter si assumono il rischio di dover acquistare eventuali azioni rimaste invendute sul mercato, rischio presente quando la modalità di collocamento scelta è quella a garanzia.

Il valore di queste commissioni varia in base alle nazioni in cui avviene la collocazione e soprattutto in base al valore delle azioni collocate sul mercato.

La tabella 1 indica, per valore delle azioni collocate, le commissioni che in percentuale l'azienda emittente riconosce agli underwriter, è basata su 829 IPO statunitensi¹⁵. Le commissioni variano da 7%, per quotazioni con azioni collocate per meno di 100 milioni, fino ad arrivare al 4% in media per azioni collocate di un valore complessivo al miliardo di dollari. Anche il numero medio di underwriter varia al variare del valore delle azioni collocate, passa da 4 a 16, per le collocazioni di maggior valore. Si osserva che il valore delle commissioni pagate agli underwriter è molto elevato in tutte le operazioni di IPO.

¹³ PWC, Considering an IPO? An insight into the costs post-JOBS Act (2015) Consultato il 23/06/2021
<https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

¹⁴ Facebook Prospetto 424B4
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512240111/d287954d424b4.htm>

¹⁵ PWC, Considering an IPO? First, understand the costs, consultato in data 28/04/2021
<https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

Tabella 1: Variazione di commissioni medie e numero di underwriter al variare del valore delle azioni collocate

Valore azioni collocate	Commissioni medie	N° medio di underwriter
25m – 99m \$	7%	4
100m – 249m \$	6.8%	5
250m – 499m \$	6.1%	8
500m – 1 b \$	5.4%	12
>1b \$	4%	16

Un'azienda che si quota può sfruttare le economie di scala dell'operazione, la proporzione dei costi di una IPO varia con il variare del valore complessivo delle azioni collocate sul mercato.

Se il valore complessivo delle azioni è minore, a parità di settore e fatturato, il costo diretto di consulenza legale e fiscale sarà in percentuale maggiore rispetto ad un'azienda che colloca azioni sul mercato con un valore complessivo maggiore. Al contrario se il valore complessivo delle azioni collocate è elevato, il costo diretto più rilevante è rappresentato dalle commissioni delle banche che sottoscrivono il collocamento.¹⁶

Costi indiretti di underpricing

I costi di underpricing sono costi indiretti di una IPO. Il costo è rappresentato dai “soldi lasciati sul tavolo” nei primi giorni di quotazione di un'azienda. Maggiore è la crescita di valore del titolo aziendale nei primi giorni, più è alto il costo legato all'underpricing, poiché se il titolo fosse stato venduto originariamente ad un prezzo maggiore l'azienda avrebbe potuto raccogliere capitali maggiori. Nonostante la minore quantità di capitale raccolto, l'underpricing è una strategia spesso scelta dall'impresa emittente per essere più appetibile sul mercato e attirare un maggior numero di investitori. Sono molto più rari i fenomeni di overpricing, ovvero quando un titolo viene originariamente venduto ad un prezzo maggiore del valore di mercato decretando un deprezzamento nei giorni successivi alla quotazione.

Diversi accademici hanno analizzato il fenomeno dell'underpricing formulando differenti teorie e modelli per comprenderne le motivazioni alla base. Molti modelli fondano il manifestarsi dell'underpricing sulla presenza di asimmetrie informative. Alcune teorie

¹⁶ PWC, Considering an IPO? An insight into the costs post-JOBS Act (2015) Consultato il 23/06/2021 <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

riconoscono che è l'azienda che volontariamente adotta strategie di underpricing mentre altre suggeriscono che spesso questo fenomeno è ricercato dagli intermediari finanziari che guadagnerebbero maggiormente in casi di severo underpricing.

Il modello di Rock (1986) si fonda sul concetto di asimmetria informativa come causa scatenante del fenomeno di underpricing. Rock distingue due tipi di investitori, quelli informati, che conoscono il vero valore del titolo e che acquisteranno solo in presenza di un'azione sotto prezzata e gli investitori disinformati che non conoscono a priori il valore reale del titolo, ma solo il prezzo a cui viene offerto. Rock parte dall'analisi degli studi di Ibbotson e Jaffe (1975,). Essi esaminarono il rialzo medio che subivano le azioni a qualche settimana dalla quotazione, che all'epoca delle rilevazioni ammontava all' 11,4%. In particolare, osservarono anche che per le azioni sotto prezzate la domanda spesso superava, anche fino a cinque volte tanto, l'offerta, per cui non tutti gli investitori che presentavano un'offerta per le azioni le ricevevano all'IPO.

Secondo il modello di Rock quindi gli investitori informati al momento di una IPO richiedono solo i titoli giusti e al prezzo giusto e ottengono un guadagno in caso di underpricing. Gli investitori non informati, al contrario, non conoscendo a priori i titoli migliori in cui investire possono essere esclusi o limitati dall'acquisto di titoli soggetti ad underpricing e ricevere invece tutti i titoli sopravvalutati. Questo porterebbe gli investitori non informati a non acquistare più azioni di nuova emissione e a rivedere a ribasso la loro disponibilità a pagare qualsiasi titolo. Il modello porta quindi alla luce che per compensare questo fenomeno dettato dall'asimmetria informativa, il prezzo di equilibrio di un titolo di nuova emissione debba essere sotto prezzato per non scoraggiare tutti gli investitori non informati.

Esistono anche altri modelli che ipotizzano altre cause alla base del fenomeno dell'underpricing, in approfondimento sono riportate alcune di queste teorie.¹⁷

¹⁷ Argomento in approfondimento

Direct Listing

Il Direct Listing è un procedimento di quotazione diverso da quello di una IPO. Le principali differenze riguardano:

- Le azioni offerte al mercato non sono solitamente di prima emissione, ma azioni in possesso di fondatori, investitori privati o dipendenti. La quotazione come Direct Listing non si configura quindi come un'operazione di aumento di capitale, a parte nel caso si tratti di una forma specifica di Direct Listing chiamato "Primary Direct Floor Listing" in cui è possibile procedere anche ad un'emissione primaria di azioni.
- Il ruolo delle banche underwriter è completamente ridimensionato e nella quotazione diretta le banche svolgono solamente un ruolo di consulenza.

Il Direct Listing, dal momento che generalmente non viene usato per raccogliere nuovo capitale, è un procedimento molto appetibile per aziende private che hanno già raccolto ingenti somme di denaro da venture capitalist durante round di finanziamenti privati. Negli ultimi vent'anni il numero delle aziende che si quotano annualmente sul mercato azionistico è diminuito, si sono verificate infatti più IPO negli Stati Uniti tra il 1990-98 che tra il 2001-2020. Analizzando inoltre i dati riguardo alle aziende che hanno portato a termine una IPO si osserva che l'età media delle aziende che raggiungono il mercato borsistico era di 6 anni nel 1980 e di 9 nel 2020 (con una media di 11 nel ventennio 2001-2020) (Ritter, 2021). Le aziende hanno sempre meno necessità di cercare capitali tramite quotazioni, grazie al più grande impatto dei finanziamenti di fondi di venture capital (Coffee, 2018). Questo fenomeno è molto marcato soprattutto per le start up hi-tech. L'esempio più famoso di quotazione attraverso Direct Listing è di Spotify, azienda del settore tech, valutata circa 20 miliardi al momento della quotazione, che aveva precedentemente raccolto 2.1 miliardi di dollari attraverso 17 round di finanziamenti privati¹⁸.

Quotarsi in borsa attraverso Direct Listing per aziende come Spotify si rivela potenzialmente molto vantaggioso. Il motivo principale alla base della quotazione è rendere più liquide le proprie azioni, permettendo a coloro che le detengono di renumerare, tutto o in parte, il loro investimento nell'azienda. In una fase avanzata del ciclo di vita aziendale è molto probabile, infatti, che i primi investitori o gli stessi fondatori decidano di vendere parte dei loro titoli, realizzando un grande ritorno sull'investimento iniziale e potendo così investire in altri progetti. Inoltre, quotandosi tramite un Direct Listing in cui non vengono offerte al mercato

¹⁸ Crunchbase, Spotify Fundings, Financials, Valuations and Investors
https://www.crunchbase.com/organization/spotify/company_financials Consultato il 23/06/2021

nuove azioni, l'azienda evita una "diluizione" del numero di azioni, che mantengono quindi un valore più elevato¹⁹. Un terzo motivo molto importante che spinge queste aziende è la possibilità dopo la quotazione di usare le proprie azioni in future acquisizioni societarie. In particolare, è importante nel settore high tech in cui le aziende per prosperare devono portare a termine acquisizioni strategiche di altre aziende dello stesso settore (Coffee, 2018).

I vantaggi e gli svantaggi

Il Direct Listing presenta svantaggi e vantaggi per le aziende che decidono di utilizzando. Il vantaggio principale, rispetto ad una IPO, è legato ai costi dell'operazione. I costi totali diretti di quotazione pagati da Spotify nel 2018 ammontano a circa 45 milioni di dollari, di cui 35 di spese di consulenza pagate a banche d'investimento (Steward, 2020). Come termine di paragone si può prendere l'esempio di Snap Inc, azienda valutata meno di Spotify, che si quotò in modo tradizionale nel 2017 pagando commissioni alle banche underwriter per 85 milioni di dollari²⁰. Spotify, se avesse seguito un tradizionale processo di IPO, avrebbe potuto spendere fino a 300 milioni di dollari in più (Wilmot, 2017).

Un ulteriore vantaggio dato dal Direct Listing è la maggiore flessibilità del "lock-up period". Il lock-up period è un intervallo di tempo successivo alla quotazione, solitamente di 180 giorni, in cui i possessori di titoli da prima della quotazione sono impossibilitati a vendere le loro azioni. Questa procedura non è richiesta obbligatoriamente dalla SEC, ma è spesso domandata dalle banche underwriter, in quanto consente una maggiore stabilità e prevedibilità del prezzo delle azioni (McGurk, 2019). Per la propria quotazione tramite Direct Listing, Palantir ha comunque deciso dei parziali lock-up period nei confronti dei manager detentori di azioni.

Il mondo accademico ha però espresso alcune perplessità riguardo al Direct Listing. Horton (2019) porta alla luce il fatto che questo tipo di quotazione potrebbe rappresentare un grande rischio per gli investitori dal momento che viene marginalizzata la figura delle banche intermediarie, preponderante nelle IPO. Gli underwriter di una IPO hanno il compito di controllare e valutare le aziende che si quotano, poiché la loro reputazione sarebbe messa in discussione se promuovessero quotazioni di aziende che potrebbero, nel medio-lungo periodo, portare grosse perdite agli investitori. Un investitore che acquista azioni di una azienda che evita il tradizionale processo di IPO incorre, per questi motivi, in rischi più elevati (Horton, 2019).

²⁰ Snap Inc. Prospetto 424B4

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517068848/d270216d424b4.htm#rom270216_1

Riguardo la responsabilità di due diligence delle banche intermediarie, inoltre, nelle situazioni di Direct Listing attualmente esistono incertezze dal punto di vista legale. Non è chiarito se, in caso di causa intentata da un investitore le banche consulenti, che in una procedura di Direct Listing non sono inquadrare come soggetti underwriter, siano o meno perseguibili secondo la sezione 11 del Securities Act del 1933. In questa sezione viene riservata la possibilità ad un investitore di intentare una causa all'azienda che si è quotata e agli underwriter se egli ritiene che il prezzo di offerta non rispecchi il valore reale del titolo. In difesa gli underwriter devono dimostrare di avere utilizzato il livello di diligenza dovuta nella valutazione del valore del titolo²¹. Qualora le banche consulenti non fossero ritenute responsabili, allo stesso modo degli underwriter in una IPO, verrebbe meno quella funzione di controllo esercitata dalle banche durante un processo di quotazione (Horton, 2019) (Beck e al., 2020)

Le regole

I mercati azionari su cui attualmente vengono portate a termine le maggiori operazioni di Direct Listing sono il NYSE (New York Stock Exchange) e il Nasdaq stock market. Entrambi questi mercati negli ultimi anni hanno cercato di favorire i processi di Direct Listing, ampliando le modalità di quotazione. In particolare, il 22 giugno 2020 la NYSE ha inviato alla SEC una proposta di modifica del proprio regolamento a proposito del Direct Listing per permettere alle aziende di quotarsi vendendo azioni di nuova emissione senza avvalersi di una banca underwriter.²²

Questo metodo di quotazione sul NYSE viene definito *Primary Direct Floor Listing*.

La modifica del regolamento è stata approvata dalla SEC il 26 agosto 2020 e sarebbe dovuta diventare effettiva 30 giorni dopo l'iscrizione, ma è stata contestata dal CII (Council of Institutional Investors) che ha inviato una petizione l'8 settembre, esprimendo la propria contrarietà in quanto la quotazione con Direct Listing non sarebbe stata progettata con "l'intento di proteggere gli investitori e l'interesse pubblico"²³. Il 22 dicembre 2020 la SEC ha però definitivamente approvato le nuove regole della NYSE ritenendole coerenti con la legge americana in merito.²⁴

L'altra formula di quotazione sul NYSE di Direct Listing è la cosiddetta *Selling Shareholder Direct Floor Listing* in cui non è permessa la vendita di azioni di nuova emissione.

²¹ Cornell Law school https://www.law.cornell.edu/wex/securities_act_of_1933 consultato il 03/02/2021

²² GIBSON DUNN, 08/01/2021, A current guide to Direct Listings, *Gibson Dunn*.

²³ Riferimento alla sezione 6(b)5 dell'Exchange Act del 1934

²⁴ GIBSON DUNN, 08/01/2021, A current guide to Direct Listings, *Gibson Dunn*.

In questa forma di Direct Listing sono scambiabili dal primo giorno di quotazione tutte le azioni possedute da investitori che le hanno detenute per il tempo minimo imposto dalla regola 144 del Security Act del 1933. La regola 144 stabilisce i casi in cui è permessa la vendita pubblica di azioni secondo alcune condizioni, in particolare è permessa a un non affiliato²⁵ la vendita di azioni dell'azienda, se costui ha detenuto i titoli per almeno un anno²⁶. Per quanto riguarda la quotazione presso il Nasdaq attualmente ci si può quotare, tramite Direct Listing, in tutti e tre i mercati: *Il Nasdaq Global Select Market, il Nasdaq Global Market e il Nasdaq capital market*. Le aziende che si quotano sui mercati NYSE e Nasdaq attraverso Direct Listing devono rispettare alcune regole e requisiti minimi.²⁷ I principali requisiti sono²⁸:

- Il valore complessivo delle azioni offerte al mercato, che deve superare generalmente i 250 milioni di dollari
- Diverse configurazioni di risultati economici minimi, per esempio nel *Selling Shareholder Direct Floor Listing*, una capitalizzazione maggiore di 200 milioni di dollari o 10 milioni di dollari di utili complessivi negli ultimi 3 anni. Per ogni mercato questi requisiti variano.

La procedura

La procedura di Direct Listing, sebbene sia meno onerosa di una IPO, ne ricalca alcune fasi della procedura e necessita di documentazione non dissimile. Durante la fase di preparazione, l'azienda redige la documentazione e si presenta agli investitori. Il principale prospetto che l'azienda emittente deve recapitare alla SEC è l'"S-1 Form", documento che deve essere analizzato e approvato dall'organo controllore della borsa. Per le aziende straniere che intendono quotarsi negli Stati Uniti (es. Spotify) esiste un analogo "F-1 Form". Il documento S-1 contiene numerose informazioni per i potenziali investitori dell'azienda, come l'elenco dei possessori di azioni, le politiche di gestione risorse umane, la politica aziendale rispetto alla distribuzione di dividendi, il business model aziendale, l'organico del management, analisi dei fattori di rischio aziendali e molto altro.

Il modo in cui le aziende che si quotano tramite Direct Listing si presentano agli investitori è invece differente da quello di una IPO in quanto viene meno la fase di "road-show".

²⁵Definizione di "affiliato": Un'affiliato di un emittente è una persona che direttamente o indirettamente tramite uno o più intermediari, controlla o è controllata da, o è sotto il controllo comune con, tale emittente. Fonte SEC <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1011835/000119312505092261/filename9.htm> Consultato il 23/06/2021

²⁶ Electronic code of federal regulations aggiornato 30/04/2021 https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=69659b311a985485dd72257b59c73957&mc=true&node=se17.3.230_1144&rgn=div8

²⁷ GIBSON DUNN, 08/01/2021, A current guide to Direct Listings, *Gibson Dunn*.

²⁸ In approfondimento è presente una tabella che raccoglie tutti i requisiti che le aziende devono rispettare per quotarsi presso i mercati NYSE e Nasdaq con Direct Listing.

Le aziende sostituiscono questa procedura con quello che viene definito un “Investor Day”, ovvero una giornata in cui gli investitori sono invitati a una conferenza aperta in cui viene pubblicizzata la quotazione e vengono indicati i risultati finanziari aziendali. Anche la procedura di Direct Listing può prevedere l’incontro a uno a uno con gli investitori, ma la finalità è cercare di creare relazioni e domanda di titoli, non viene redatto il citato “book” delle ordinazioni.

Il procedimento di determinazione del prezzo a cui verranno scambiati i titoli segue una procedura differente nel processo di Direct Listing. In un’operazione di Direct Listing il prezzo non è determinato dalla banca underwriter dopo aver concluso il road show, ma è dato dall’accordo tra domanda e offerta al primo giorno di scambio delle azioni (Jamie McGurk, 2019). Uno degli obiettivi della fase di presentazione della quotazione ai possibili azionisti, è che questi inizino a pensare al prezzo a cui acquisterebbero, allo stesso tempo i detentori di azioni che potranno essere scambiate stabiliscono privatamente il prezzo a cui sono disposti a vendere. Il giorno precedente alla quotazione viene fissato il prezzo di riferimento, che viene determinato direttamente dal mercato in cui verranno scambiate le azioni (NYSE o Nasdaq) nella persona del “designated market maker” (DMM). Il market maker è un intermediario che si assume il compito di garantire la negoziabilità di alcuni titoli.²⁹ “Il DMM per garantire un prezzo giusto e sistematico si consulterà con il consulente finanziario dell’emittente dei titoli”³⁰. Questa, quindi, è la principale differenza di ruolo delle banche d’investimento in un Direct Listing rispetto ad una IPO, le banche non determinano il prezzo dopo aver redatto un book, ma hanno solamente un ruolo di consulenza. Il prezzo di riferimento può essere stabilito secondo diverse modalità, nel caso della quotazione di Spotify è stato preso come riferimento il prezzo dell’ultimo scambio privato di azioni dell’azienda.

Il prezzo di riferimento non è il valore a cui verranno davvero scambiate le azioni, ma un punto di partenza, utile a compratori e venditori per definire la propria domanda e offerta. Il primo vero giorno di scambio di azioni comincia quindi con un’asta che serve a indicare la portata della domanda di azioni e le curve di domanda e offerta al variare del prezzo. L’asta si configura come una fase di contrattazione in cui compratori e venditori aggiustano il loro prezzo di acquisto o vendita per raggiungere un valore di equilibrio. Quando questo prezzo viene trovato cominciano gli scambi di azioni. Nel caso della quotazione di Slack, avvenuta con Direct listing nel 2019, questa fase di aggiustamento è durata due ore e mezza (McGurk, 2019). Nella tabella 2 sono riportate alcune delle quotazioni più note avvenute con Direct Listing. Sono riportati il prezzo di apertura e chiusura del titolo il primo giorno, il loro rendimento a un giorno

²⁹ Glossario Borsa Italia www.borsaitalina.com consultato il 30/05/2021

³⁰ Regola 7.35A (g) (1) <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-90387-ex5.pdf> Consultato il 23/06/2021

e a 60 giorni. Infine, è indicata la capitalizzazione di mercato dell'azienda a 60 gg dalla quotazione.

Si osserva che le aziende quotate con Direct Listing hanno spesso un'alta capitalizzazione di mercato e che il loro rendimento dopo un giorno e dopo 60 possa variare considerevolmente.

Tabella 2: rendimenti titoli di aziende quotate con Direct Listing

Azienda	Prezzo di apertura a giorno 1 (\$)	Prezzo chiusura a giorno 1 (\$)	Crescita (decrescita) giorno 1	Prezzo di apertura a titolo a 60 gg (\$)	Crescita (decrescita) a 60 gg	Capitalizzazione a 60 gg (\$)
Spotify	165.90	149.01	(10.2%)	159.54	(3.8%)	~30 mld
Slack	38.50	38.62	0.3%	31.09	(19.2%)	~18 mld
Palantir	10	9.50	(5%)	28.24	182.4 %	~53 mld
Asana	27	28.80	6.7%	27.93	3.4%	~ 4.5 mld
Coinbase	381	328.28	(13.8%)	231.26	(39.3%)	~50 mld
Roblox	64.50	69.50	7,8%	68.84	6.7%	~40 mld

Fonte prezzo azioni: Yahoo Finance

Il caso Palantir

Descrizione dell'azienda

Palantir Technologies è un'azienda americana, fondata nel 2004 a Palo Alto, in California. Dal 2020 la sede dell'azienda è a Denver, in Colorado. Palantir è un'azienda produttrice di software per la gestione, l'analisi e l'interpretazione di big data. Citando dal loro sito internet: "Palantir produce software che permettono alle organizzazioni di integrare i propri dati, le proprie decisioni e operazioni in un'unica piattaforma[...] per rispondere velocemente a domande complicate trasmettendo i giusti dati alle persone a cui servono".³¹ Sostanzialmente, quindi, le piattaforme create da Palantir servono a raccogliere e aggregare dati che provengono da diverse fonti e applicazioni, successivamente questi dati vengono analizzati per riconoscere eventuali schemi ricorrenti o indicare possibili anomalie.

È stata fondata, tra gli altri, da Peter Thiel, cofondatore di Paypal e uno dei primi investitori in Facebook e da Alex Karp, attuale amministratore delegato dell'azienda.

Il nome dell'azienda è una citazione al Signore degli anelli di J.R.R Tolkien, di cui Thiel è un grande appassionato. La storia di Palantir è peculiare rispetto ad altre aziende della Silicon Valley, l'azienda è stata finanziata inizialmente da In-Q-tel, un fondo no-profit di venture capital della CIA, la quale è stata il primo e, dal 2005 al 2008, l'unico cliente dell'azienda (Greenberg, 2013). Nei primi anni dalla nascita dell'azienda gli unici clienti erano infatti enti governativi americani, come l'FBI, o l'NSA, che utilizzavano il software come strumento per la lotta al terrorismo.

Uno degli utilizzi del software per cui è diventato celebre all'opinione pubblica è avvenuto in Afghanistan, da parte dell'esercito americano, per individuare e prevedere possibili attacchi terroristici, e per tracciare le posizioni di possibili bombe. I prodotti Palantir sono anche stati utilizzati come strumento di lotta al narcotraffico, per scoprire la presenza di spyware cinesi installati sul computer personale del Dalai Lama e per individuare lo schema Ponzi messo in piedi da Bernie Madoff. Il caso però più celebre, anche se mai confermato, di utilizzo del programma è legato all'operazione attraverso cui è stato catturato Osama Bin Laden.³² Come dichiarato in un'intervista da Karp nel 2020, la mission di Palantir è sempre stata quella di "rendere il mondo occidentale e in particolare gli Stati Uniti più forti". In questo senso, infatti, sono diversi i paesi occidentali che negli anni hanno stretto accordi commerciali con Palantir. Un esempio è la polizia danese che nel 2016 ha firmato un contratto di fornitura del software

³¹ Sito web Palantir <https://www.palantir.com/> Consultato il 23/06/2021

³² CNBC, 20/09/2020 How Palantir And Its Data-Mining Empire Became So Controversial, *Youtube* <https://www.youtube.com/watch?v=4LQCsPbA6rU>

della durata di 84 mesi, con lo scopo di identificare possibili terroristi. Il costo presunto pagato all'azienda americana oscilla tra i 14.8 e i 41 milioni di dollari (Winston, 2018).

Palantir è però da molti considerata un'azienda controversa, per le questioni sempre più dibattute sull'utilizzo dei dati personali e per questioni legate alla privacy, secondo molti poi l'utilizzo di questo software conferirebbe nelle mani dei governi un potente strumento di sorveglianza. La NOPD (New Orleans police department), per esempio, ha utilizzato il software come strumento per la lotta al crescente numero di omicidi, in particolare per individuare i possibili membri di alcune gang criminali della città. Il software sarebbe però stato utilizzato in modo poco trasparente, senza informare il consiglio cittadino e senza che gli abitanti fossero stati informati, nonostante il programma raccogliesse e catalogasse i loro dati, attraverso per esempio i social network (Winston, 2018). Un altro caso, nel 2017, per cui l'azienda è stata criticata è per il ruolo svolto dai software di Palantir nel consentire l'inasprimento delle regole sulla gestione degli immigrati irregolari voluta dall'amministrazione Trump (Roy, 2017). A causa di questo controverso aspetto del business model di Palantir, alcuni dipendenti di Amazon hanno richiesto alla propria azienda di sospendere i rapporti commerciali tra Palantir e Amazon web services (Trainer, 2020).

I software di Palantir sono stati impiegati nel 2020 in più di una dozzina di paesi come strumento per la gestione e l'analisi dei dati per far fronte alla pandemia da SARS-CoV-2³³. Nel Regno Unito il software Foundry di Palantir è stato utilizzato dall'NHS (Gould, 2020), il servizio sanitario nazionale, negli Stati Uniti è stato utilizzato dal CDC ,centro per il controllo e la prevenzione delle malattie(Brewster, 2020).

Palantir è nata come produttrice di software per agenzie governative, ma sempre più negli anni è aumentato il numero di clienti commerciali. Uno dei primi utilizzatori commerciali del software è stata la banca statunitense JP Morgan Chase, che lo ha impiegato come strumento per individuare possibili frodi, consentendo un significativo risparmio di denaro all'azienda.³⁴ Le compagnie commerciali che utilizzano il software spaziano dalle grandi aziende industriali come FCA, Airbus, BP³⁵, ad aziende del settore farmaceutico, fino ad arrivare alla Scuderia Ferrari in Formula uno³⁶.

Il mercato di Palantir rimane comunque una nicchia molto ristretta, nel primo trimestre del 2020 l'azienda affermava di avere 125 clienti in totale³⁷. Durante i primi sei mesi dello

³³ WASHINGTON POST LIVE, 7/1/2021, The Path Forward: Combating COVID-19 with Palantir CEO Alexander Karp, *The Washington Post*

³⁴ CNBC, 20/09/2020 How Palantir And Its Data-Mining Empire Became So Controversial, *Youtube* <https://www.youtube.com/watch?v=4LQCsPbA6rU>

³⁵ CNBC, 20/09/2020 How Palantir And Its Data-Mining Empire Became So Controversial, *Youtube* <https://www.youtube.com/watch?v=4LQCsPbA6rU>

³⁶ Sito web Ferrari <https://www.ferrari.com/en-GN/formula1/partners/palantir> Consultato il 23/06/2021

³⁷ Palantir prospecto 424b4 https://sec.report/Document/0001193125-20-258493/#rom904406_11

stesso anno il 54% delle entrate derivava da contratti con aziende governative e il restante da clienti commerciali (Trainer, 2020) il ricavo medio per cliente di Palantir è di circa 5.6 milioni di dollari (Chapman, 2020). A fine 2020 i clienti totali di Palantir sono saliti a 139 e il valore totale rimanente dei contratti in essere che hanno stipulato è di 2.8 miliardi di dollari, di cui 1.5 con clienti commerciali e 1.3 con clienti governativi³⁸. Alcuni clienti hanno poi per Palantir un elevato peso specifico, nel 2019 20 clienti rappresentavano per Palantir il 67% degli introiti generati, tra cui l'azienda riporta che un cliente governativo da solo rappresenta l'11% del fatturato totale e un cliente commerciale il 10%. Il mercato potenzialmente raggiungibile da Palantir è stato stimato dall'azienda di 119 miliardi di dollari, considerando sia il settore commerciale che quello governativo (Trainer, 2020). Palantir afferma inoltre che, nonostante i software da loro prodotti sarebbero utili anche ad aziende più piccole, il target verso cui si rivolgono sono le 6000 più grandi aziende al mondo.³⁹

Attualmente i prodotti offerti da Palantir sono tre: Gotham, Foundry e Apollo⁴⁰. Gotham è il primo prodotto realizzato dall'azienda, è un software di gestione, integrazione e analisi di big data per istituzioni governative. Gotham è una piattaforma personalizzabile in base ai bisogni del cliente, le principali applicazioni integrate sono:

“Graph” (grafico): serve all'utente per esplorare visivamente attraverso una rappresentazione grafica di nodi e reti di relazioni tra i dati analizzati.

“Map” (mappa): utile per tracciare eventi e oggetti geo-localizzandoli, consentendo di creare mappe complesse che indichino la densità degli oggetti analizzati in base alla posizione.

“Object Explorer” (esplorazione di oggetti): consente di filtrare miliardi di dati per arrivare a sottoinsiemi analizzabili con altri strumenti come mappa o grafico.

“Browser”: è l'interfaccia che presenta all'utente i dati più sensibili organizzandoli automaticamente, dando anche la possibilità di utilizzarli per analisi di altre applicazioni di Gotham.

Foundry è invece un software pensato specificatamente per i clienti commerciali, si basa su quattro pilastri principali:

Sicurezza dei dati: i dati che vengono gestiti dal software sono protetti dalla piattaforma.

Ontologia del business: il programma consente di unificare i dati aziendali aumentando la comprensione d'insieme.

³⁸ Palantir Technologies Inc., report annuale 2020.

³⁹ CNBC, 20/09/2020 How Palantir And Its Data-Mining Empire Became So Controversial, *Youtube* <https://www.youtube.com/watch?v=4LQCsPbA6rU>

⁴⁰ Le informazioni riguardo ai prodotti Palantir sono tratte dal loro sito web. <https://www.palantir.com>
Consultato il 23/06/2021

Differenza analitica: il programma consente di gestire i dati in maniera più intuitiva, attraverso un'interfaccia "punta e clicca".

Apertura e estensibilità: Foundry è integrabile con altri programmi esterni e consente la centralizzazione nella gestione dei dati.

Apollo, infine, è un programma complementare ai primi due, utile per gestire il trasferimento dei dati in ingresso in Gotham e Foundry.

Palantir è un'azienda in grande crescita, anno dopo anno aumentano i clienti e il fatturato, ma l'azienda non ha ancora chiuso un bilancio generando degli utili.

Nella tabella 3 sono riportati i principali risultati finanziari raggiunti da Palantir negli ultimi tre anni⁴¹. Si osserva principalmente che i ricavi dell'azienda negli ultimi due anni sono aumentati rispettivamente del 24.71% e del 41.15% e manifestano un andamento crescente anche nel primo trimestre 2021. Sono anche aumentate le perdite dell'azienda, in particolare sono quasi raddoppiate nel 2020 rispetto al 2019. dei ricavi.

Tabella 3: principali risultati finanziari di Palantir dal 2018 al 2020

	2018	2019	2020	Q1 2021 ⁴²
Ricavi	595	743	1093	341
Crescita vendite	-	+24.71%	+47.15%	+49%
Margine Lordo	430	500	740	267
Spese di vendita, gen. e amm.	1053	1077	1914	381
Utili (perdite)	(580)	(588)	(1172)	(123)
Crescita utili	-	-1.40%	-99.26%	

(dati in milioni di dollari)

Nonostante Palantir non abbia mai generato dei profitti e distribuito utili in questi anni ha raccolto ingenti finanziamenti privati. Attraverso 32 round di investimenti l'azienda ha raccolto in totale 2.6 miliardi di dollari.⁴³ Tra i maggiori round, Palantir ha raccolto 880 milioni di dollari nel 2015 e 444 milioni l'anno prima. L'ultimo round di finanziamenti privati risale a giugno 2020, è stato guidato da Somp Holdings e l'azienda ha raccolto 500 milioni di dollari.⁴⁴

⁴¹ WSJ Markets <https://www.wsj.com/market-data/quotes/PLTR/financials/annual/income-statement>, consultato il 23/06/2021

⁴² Palantir Technologies Inc., report primo trimestre 2021

⁴³ Crunchbase, Palantir technologies https://www.crunchbase.com/organization/palantir-technologies/company_financials, consultato il 14/06/2021

⁴⁴ Craft, Palantir funding rounds, valuation and investors <https://craft.co/palantir-technologies/funding-rounds> consultato il 14/06/2021

Sono 40⁴⁵ gli investitori di Palantir, tra cui Founders Fund, Manhattan Venture Partners, REV (Kunthara, 2020), Fujitsu e Sampo Holdings.

La quotazione

I tre fondatori principali di Palantir sono: Peter Thiel (chairman), Alexander Karp (CEO) e Stephen Cohen (presidente) (nelle società americane la figura del chairman e del presidente possono essere divise, la seconda, a differenza della prima, è una carica operativa). I tre fondatori di Palantir controllavano una grande porzione dei titoli dell'azienda al momento della quotazione, in particolare combinati il 30.2% del totale. Peter Thiel è il maggiore azionista tra i fondatori, grazie alle azioni che possiede direttamente o in possesso di aziende da lui controllate (Kinding, 2020). Thiel, Karp e Cohen mantengono saldamente il controllo della società anche non controllando la maggioranza delle azioni, grazie all'atipica struttura azionaria di Palantir.

Esistono tre differenti classi di azioni Palantir⁴⁶, il possesso dei tre tipi di azione garantisce identici diritti con eccezioni che riguardano il peso del voto e i diritti al trasferimento e alla conversione dei titoli. Le azioni scambiate presso il NYSE sono le azioni ordinarie di "Classe A" che garantiscono ognuna un voto e sono liberamente scambiabili nel mercato regolamentato. Le azioni denominate di "Classe B" garantiscono al possessore il diritto di dieci voti in assemblea per azione posseduta. Il possessore può decidere in qualsiasi momento di convertirle in azioni di classe A. Infine, esistono le azioni di "Classe F", denominate così perché distribuite solo ai principali fondatori di Palantir: Thiel, Karp e Cohen. Queste azioni danno diritto ad un variabile numero di voti, ma soprattutto conferiscono la facoltà ai tre fondatori di controllare il 49.999999% del potere di voto totale. Le azioni di classe F sono convertibili in azioni di classe B.

Questa struttura azionaria sostanzialmente consente ai tre fondatori, e principali azionisti di Palantir, di mantenere il quasi totale controllo sulle decisioni prese in assemblea degli azionisti. Thiel, Karp e Cohen, grazie a questa struttura azionaria, potranno mantenere il controllo di Palantir anche possedendo solo il 6% del totale delle azioni (Waters, 2020).

Gli investitori solitamente sono contrari a classi di azioni privilegiate create per consentire il controllo ai fondatori. Grazie alla quotazione con Direct Listing, Palantir è però riuscita a proporre questa struttura di azioni atipica, secondo Solomon (2020) infatti, il Direct

⁴⁵ Crunchbase, Palantir Fundings, Financials, Valuations and Investors

https://www.crunchbase.com/organization/palantir-technologies/company_financials Consultato il 23/06/2021

⁴⁶ Prospetto 424b4 Palantir Technologies Inc. https://sec.report/Document/0001193125-20-258493/#rom904406_17

Listing, grazie al fatto di non dover generare domanda per azioni di nuova emissione, è un processo che garantisce maggiore flessibilità riguardo la struttura di governance aziendale.

Palantir, a causa della propria atipica struttura azionaria, ha dovuto presentare diverse versioni del proprio modulo S-1 prima che venisse approvato dalla SEC nella sua versione definitiva.

Tra il 9 e il 21 settembre 2020, l'azienda ha presentato infatti sei diversi emendamenti al proprio modulo originale. Palantir, negli emendamenti ha aggiunto tra i fattori di rischio la propria struttura di corporate governance, ha specificato la durata e l'entità del periodo di lock-up e meglio spiegato il proprio sistema di distribuzione dei voti in assemblea degli azionisti (Crichton, 2020). Nel quarto emendamento, datato 14 settembre, l'azienda ha chiarito che nel caso in cui uno dei fondatori lasciasse l'azienda, senza però vendere le proprie azioni, aumenterebbe il potere di voto dei tre fondatori nel caso questi votassero insieme. Nel caso più estremo, con solo più S. Cohen all'interno dell'azienda, i tre fondatori avrebbero diritto al 68.099999% del potere di voto totale. La Figura 1, derivante dal prospetto finale presentato da Palantir alla SEC mostra le diverse configurazioni di potere di voto dei tre fondatori nel caso uno o più dei tre lasciasse la compagnia.

Figura 1: Potere di voto derivante dal possesso di azioni di classe F.

Remaining Parties to the Founder Voting Trust Agreement and Founder Voting Agreement	Voting Power of Founder Voting Trust Directed by Majority of Founders Then Party to Founder Voting Agreement	Voting Power of Mr. Karp Not Directed by Majority of Founders Then Party to Founder Voting Agreement	Voting Power of Mr. Cohen Not Directed by Majority of Founders Then Party to Founder Voting Agreement	Voting Power of Mr. Thiel and affiliated entities Not Directed by Majority of Founders Then Party to Founder Voting Agreement	Total Voting Power of all Founders (and affiliated entities) Voting Together	Approximate Ownership Threshold as a Percentage of Total Outstanding Securities on a Fully Diluted Basis	Approximate Ownership Threshold
As of the date of this prospectus, Messrs. Karp, Cohen and Thiel are parties to the Founder Voting Trust Agreement and Founder Voting Agreement.							
Karp, Cohen, and Thiel	36.599999%	—	—	13.4%	49.999999%	100,000,000	4.5%
Illustration A: Mr. Thiel withdraws or is removed from the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Karp and Cohen						
	49.999999%	—	—	15.0%	64.999999%	69,000,000	3.1%
Illustration B: Mr. Cohen withdraws or is removed from the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Karp and Thiel						
	36.599999%	—	2.2%	13.4%	52.199999%	88,000,000	4.0%
Illustration C: Mr. Karp withdraws or is removed from the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Cohen and Thiel						
	36.599999%	6.1%	—	13.4%	56.099999%	43,000,000	2.0%
Illustration D: Mr. Karp is the last remaining party to the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Karp only						
	49.999999%	—	1.6%	14.5%	66.099999%	57,000,000	2.6%
Illustration E: Mr. Cohen is the last remaining party to the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Cohen only						
	49.999999%	4.5%	—	13.6%	68.099999%	12,000,000	0.5%
Illustration F: Mr. Thiel is the last remaining party to the Founder Voting Trust Agreement and the Founder Voting Agreement	Thiel only						
	36.599999%	5.9%	1.9%	13.4%	57.799999%	31,000,000	1.4%

Fonte: Prospetto 424B4 Palantir

Prima della quotazione le azioni di Palantir venivano scambiate attraverso transazioni private. Come per altre operazioni di Direct Listing queste transazioni sono importanti per stabilire il prezzo di riferimento al momento della quotazione. Durante tutto il 2019 le azioni di Palantir sono state scambiate privatamente a prezzi che variano da 4.50 a 6.50 dollari ad azione,

mentre nei tre trimestri 2020 precedenti alla quotazione i prezzi sono variati da 4.17 a 11.50 dollari ad azione.⁴⁷

Palantir si è quotata alla NYSE con il simbolo PLTR il 30 settembre 2020. Durante i primi giorni di contrattazioni Alexander Karp, CEO e fondatore di Palantir, ha venduto 14.1 milioni di azioni, ovvero l'11% dei titoli da lui posseduti, per 135 milioni di dollari. Nei mesi successivi Karp ha venduto altri titoli Palantir per un totale complessivo di circa 350 milioni di dollari, a prezzi che variano da 9.10 a 31.59 \$ ad azione (Levy, 2021).

Peter Thiel, ha inizialmente venduto 27.35 milioni di azioni, il 7% dei titoli in suo possesso, per un totale di 279 milioni di dollari (Au-Yeung, 2020). A febbraio 2021 gli azionisti di Palantir hanno potuto iniziare a vendere le azioni in loro possesso senza i vincoli citati.

SFM (Soros Fund Management) ha dichiarato la propria intenzione di vendere tutte le quote in loro possesso, che ammontavano a 18.46 milioni di titoli. Il fondo aveva iniziato ad investire in Palantir nel 2012 e ha affermato che la decisione di vendere le azioni deriva da ragioni di natura etica, legate al trattamento dei dati. Altri grandi aziende hanno però dimostrato la loro fiducia in Palantir affermando che non avrebbero disinvestito, se non in minima parte. Tra queste vi sono l'azienda petrolifera BP, l'azienda farmaceutica Merck KGaA, PHX financials, Ark Investments e il fondo di venture capital Adit Ventures, che deteneva azioni Palantir per un valore di 270 milioni di dollari a febbraio 2021 (Chapman, 2021).

Il prezzo di riferimento di Palantir, diverso dal prezzo a cui le azioni vengono scambiate, stabilito era 7.25\$ ad azione. A questo prezzo la capitalizzazione di Palantir ammontava a circa 16 miliardi di dollari. Le contrattazioni sono cominciate alle 13.30 (fuso orario locale) al prezzo di apertura di 10\$ ad azione. A mezz'ora dall'apertura degli scambi il rialzo sul prezzo di riferimento era del 50%, a fine giornata il valore delle azioni era di 9.50\$, con un rialzo rispetto al prezzo di riferimento del 31% (O'Brien, 2020). Palantir per quotarsi attraverso Direct Listing ha sostenuto costi per 53.7 milioni di dollari, principalmente riconducibili a spese di consulenza finanziaria, legale e contabile e a spese generali e amministrative.⁴⁸

In un'operazione di Direct Listing, il prezzo delle azioni non è stabilizzato dalle banche underwriter, è possibile che quindi il valore delle azioni inizialmente sia soggetto a forte volatilità. Palantir, per evitare questo fenomeno, ha posto un limite alla trasferibilità delle azioni al momento della quotazione. I possessori di azioni scambiabili potevano infatti inizialmente

⁴⁷ Prospetto 424b4 Palantir Technologies Inc. https://sec.report/Document/0001193125-20-258493/#rom904406_17

⁴⁸ Palantir Technologies Inc., report annuale 2020.

vedere fino a un massimo del 20% di titoli posseduti, questa limitazione è rimasta valida fino alla pubblicazione dell'azienda dei risultati finanziari del 2020 (Tse e Basak, 2020).

Dal 30 settembre 2020, giorno della quotazione, le azioni Palantir hanno avuto un andamento generalmente positivo, il picco massimo di valore è stato raggiunto il 27 gennaio 2021, il prezzo era di 39\$ ad azione. Successivamente è iniziata una lenta discesa del valore del titolo che oggi (24/05/2021) viene scambiato a circa 21\$, più di due volte il prezzo al momento della quotazione. La capitalizzazione di Palantir è attualmente di circa 40 miliardi di dollari. Nella figura 2 che segue è raffigurato l'andamento del valore dei titoli di Palantir dal 30 settembre 2020 al 24 maggio 2021.

Figura 2: Andamento del valore delle azioni Palantir dalla quotazione al 26/05/2021.



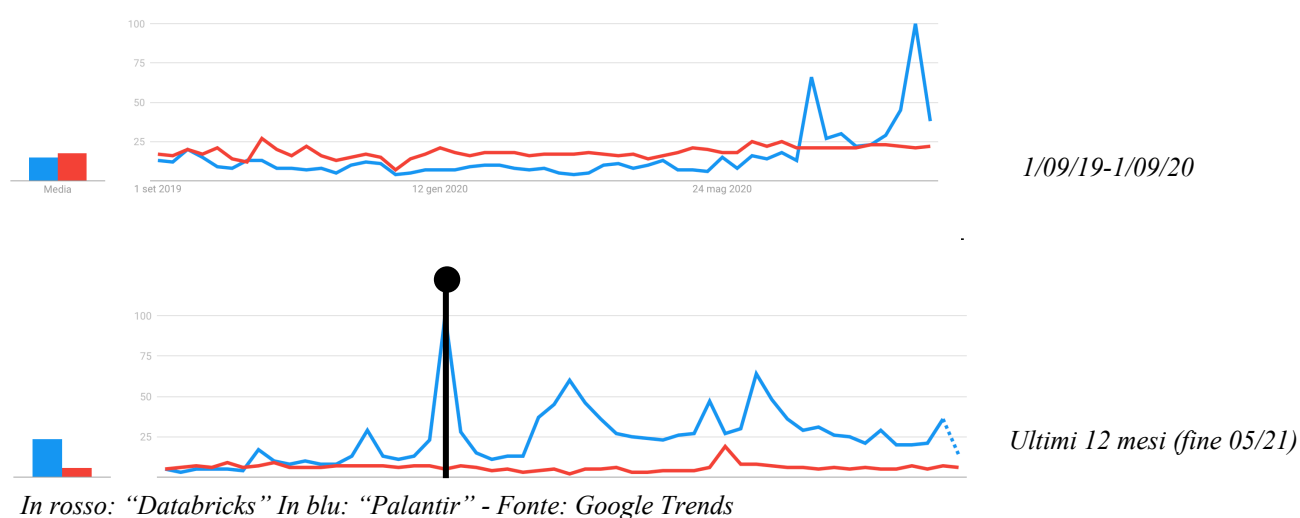
Fonte grafico: Google Finanza

La quotazione borsistica si è rivelata per Palantir anche un efficace strumento pubblicitario. Le aziende sono consapevoli che quotandosi aumenteranno la propria copertura giornalistica e la propria popolarità. Palantir si è quotata anche per attirare un maggior numero di clienti commerciali (Beth Kinding, 2019). Analizzando i Google trends del termine “Palantir”, sia per quanto riguarda gli Stati Uniti che l’Italia, si osserva una grande impennata delle ricerche al momento della quotazione. Nei mesi successivi le ricerche si sono stabilizzate intorno a valori medi molto maggiori rispetto ai dati del 2019.

Ancora più significativa è la differenza rispetto alle ricerche degli utenti Google di un'altra azienda comparabile con Palantir, Databricks. Quest'ultima è un'azienda americana, non quotata, produttrice di software di machine learning e analisi big data, con un valore stimato di 28 miliardi di dollari (Konrad, 2021). Le ricerche relative a “Palantir” e “Databricks” negli Stati Uniti sono cambiate molto negli ultimi due anni. Nel periodo 01/09/2019 – 01/09/2020 “databricks” è il termine più ricercato, mentre prendendo come riferimento il periodo dal

01/09/2019 al 23/05/2021 osserviamo un ribaltamento, “Palantir” è il termine più ricercato, con nessuna eccezione nei 50 stati americani.⁴⁹ Nelle figure 3 e 4 è rappresentato l’andamento delle ricerche effettuate da americani su Google circa i termini “Palantir” in blu e “Databricks” in rosso. Si osserva un ribaltamento di popolarità dalle settimane prima della quotazione di Palantir. La stanghetta nera in figura 5 indica la settimana in cui è avvenuta la quotazione diretta, a quel periodo corrisponde il picco massimo di ricerche del termine “Palantir”.

Figure 3 e 4: Andamento ricerche Google effettuate negli Stati Uniti circa il termine “Palantir” confrontato con il termine “Databricks”



La quotazione di Palantir è avvenuta dopo la quotazione con Direct Listing di altre aziende nel 2018 e 2019 e ha contribuito ad alimentare la crescente notorietà di questa operazione. Nella tabella 4 sono presentate le principali quotazioni con Direct Listing degli ultimi tre anni. In tabella sono indicati: l’anno della quotazione, la provenienza dell’azienda, il settore di appartenenza, e la valutazione precedente alla quotazione. Si osserva principalmente che tutte le aziende appartengono a settori digitali e nella maggior parte dei casi la loro valutazione supera ampiamente un miliardo di dollari.

⁴⁹ Ricerca effettuata il 23/05/2021 su Google Trends <https://trends.google.it/trends/?geo=IT>

Tabella 4: principali Direct Listing degli ultimi tre anni:

Azienda	Anno DL	Mercato	Valutazione	Settore	Nazionalità
Spotify	2018	NYSE	~30 mld	Streaming musicale	Svezia
Slack	2019	NYSE	~20 mld	Software gestionale/ messaggistica	Stati Uniti/ Canada
Palantir	2020	NYSE	21 mld	Software analisi big data	Stati Uniti
Asana	2020	NYSE	5.5 mld	Applicazione web gestionale	Stati Uniti
Thryv	2020	Nasdaq	>350 mln	Servizi web, pagine gialle	Stati Uniti
Roblox	2021	NYSE	41 mld	Videogames	Stati Uniti
Coinbase	2021	Nasdaq	~70 mld	Compravendita criptovalute	Stati Uniti

Fonti dati: (Pinedo e al., 2021), (Soldavini, 2021), (Feiner, 2019), (Liao, 2021)

Conclusioni

Durante la trattazione della prova finale sono state presentate le motivazioni e le opportunità che spingono le aziende private ad affrontare un'operazione di quotazione borsistica. Tra di esse: la raccolta di nuovo capitale, la possibilità di rendere liquide le posizioni degli investitori (Pagano, 1993), il maggior potere contrattuale verso le banche (Rajan, 1992) e il riconoscimento da parte degli investitori (Merton, 1987).

Successivamente è stata portata avanti un'analisi della quotazione tradizionale attraverso IPO, sottolineandone il procedimento, gli attori coinvolti e in particolare i costi da sostenere per le aziende che procedono per questa strada. I costi più rilevanti che sono stati portati alla luce sono le commissioni pagate alle banche underwriter e i costi indiretti legati al fenomeno dell'underpricing.

Dopo aver analizzato le IPO, nel secondo capitolo, è stata posta l'attenzione sulla quotazione attraverso Direct Listing, un procedimento che ha guadagnato grande considerazione dopo la quotazione di Spotify Technology S.A. nel 2018. Le differenze principali tra Direct Listing e IPO sono risultate essere di natura tecnica e di natura economica. Tecnicamente, il Direct Listing differisce sotto due aspetti fondamentali: le aziende che si quotano quasi mai emettono nuove azioni e non procedono ad aumenti di capitale, in secondo luogo il ruolo delle banche intermediarie è fortemente ridimensionato. Le banche svolgono un ruolo di consulenza senza occuparsi attivamente di distribuire le azioni presso gli investitori e di determinarne il prezzo. La differenza di natura economica si manifesta nel grande divario di costo presente tra le due operazioni. In un Direct Listing le banche non guadagnano una commissione per ogni azione venduta.

Nel secondo capitolo è stata portata a termine una raccolta dati sui rendimenti dei titoli delle principali aziende quotate con Direct Listing. Da questi risultati è possibile rilevare che non tutti questi titoli sono soggetti ad una forte volatilità. In particolare, il rendimento molto positivo di Palantir nei mesi successivi alla quotazione porta alla luce il fatto che il Direct Listing possa essere riconosciuto dai mercati come un metodo di quotazione efficace ed efficiente.

Infine, nel terzo capitolo, è stato analizzato il caso di Palantir Technologies, quotata al NYSE lo scorso settembre. L'analisi è cominciata da una descrizione dell'azienda, della sua storia e del suo modello di business. Sono stati mostrati i risultati raggiunti da Palantir negli ultimi anni e l'andamento del titolo in borsa nei mesi successivi alla quotazione, evidenziando anche le posizioni che sono state assunte nei confronti del titolo da alcuni investitori.

La quotazione di Palantir è stata importante per molti osservatori in quanto sono stati adottati dei “lock-up periods”, pratica atipica fino a quel momento per le operazioni di Direct Listing. Questa operazione ha aggiunto un nuovo contenuto al Direct Listing e Palantir potrebbe essere seguita negli anni a venire da diverse aziende. Il Direct Listing di Palantir ha poi mostrato l’importanza di questa quotazione dal punto di vista pubblicitario, come sottolineato dall’analisi dei Google Trends condotta nel terzo capitolo.

Esaminando i rendimenti positivi del titolo Palantir nei mesi successivi alla quotazione si è evidenziato inoltre come il Direct Listing dell’azienda sia stato positivamente accettato da molti investitori. Tra le altre BP, Merck KGaA, PHX financials, Ark Investments Adit Ventures hanno infatti espresso fiducia nei confronti di Palantir. Infine, il costo sostenuto da Palantir di circa 54 milioni⁵⁰ di dollari per portare a termine la propria quotazione conferma il risparmio che il Direct Listing consente alle aziende di ottenere. Snapchat, come paragone, nella sua IPO del 2017, ha infatti sostenuto spese per 85 milioni⁵¹ di dollari solamente per quanto riguarda le commissioni pagate alle banche underwriter. L’esempio di Palantir avvalorava l’idea che il Direct Listing sia un metodo di quotazione favorevole per start-up che non necessitano di raccogliere nuovi capitali, ma piuttosto di remunerare i propri investitori.

Il Direct Listing ha guadagnato una maggiore importanza dalla quotazione di Spotify nel 2018 ad oggi. Dalle analisi portate a termine nell’elaborato si osserva che questo metodo di quotazione si posiziona come un’attraente possibilità per aziende che desiderano quotarsi, dopo avere raccolto ingenti somme di denaro privatamente e senza diluire il proprio numero di azioni. Il numero delle aziende che segue il percorso del Direct Listing è in aumento. Fino a maggio, nel 2021 sono state 6 le aziende che hanno seguito questa strada: Roblox, Coinbase, UiPath, DoubleVerify, The Honest Company (Kunthara, 2021) e SquareSpace, tutte aziende dal valore superiore al miliardo di dollari. È ragionevole aspettarsi che nei prossimi anni continuerà ad aumentare il numero di aziende che si quoteranno con Direct Listing.

Con l’obiettivo di facilitare queste quotazioni il NYSE e il Nasdaq hanno apportato dei cambiamenti nei loro rispettivi regolamenti. Il Direct Listing è visto positivamente anche dall’organo controllore della borsa americana. Uno degli obiettivi della SEC è massimizzare il numero di nuove aziende quotate⁵², e la sua mission è di “proteggere gli investitori, mantenere dei mercati equi ed efficienti e facilitare la formazione di capitale”.⁵³

⁵⁰ Palantir Technologies Inc., report annuale 2020.

⁵¹ Snap Inc. prospetto 424B4

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517068848/d270216d424b4.htm>

⁵² Strategic Initiative 1.5, Agency Financial Report 2020 https://www.sec.gov/files/sec-2020-agency-financial-report_1.pdf

⁵³ “About the SEC” Sito SEC. <https://www.sec.gov/about.shtml> consultato il 26/05/2021

L'elaborato ha anche evidenziato i possibili rischi per gli investitori legati al Direct Listing, in quanto viene meno il ruolo di controllo sull'azienda che svolge un underwriter in una IPO (Horton, 2019). La soluzione individuata in questo elaborato, proposta da Horton (2019) e Beck (2020), è allineare la responsabilità di una banca consulente in un Direct Listing a quella di un underwriter in una IPO. Infine, i regolamenti del Direct Listing consentono facilmente alle aziende di presentare strutture azionarie che garantiscono ai fondatori di mantenere il controllo indefinitamente. Questo squilibrio nel lungo periodo potrebbe risultare rischioso per gli investitori (Beck e al., 2020).

L'aumento di quotazioni avvenute con Direct Listing ne ha mostrato però l'importanza. In un decennio in cui meno aziende si quotano rispetto al passato, per start-up di grande valore, questo metodo di quotazione, come portato alla luce nell'elaborato, rappresenterà sempre più uno strumento efficace per raggiungere i mercati.

Approfondimenti

*Price Discovery tramite asta*⁵⁴

Un'asta può essere utilizzata come forma di price discovery alternativa al bookbuilding. Durante l'asta i partecipanti ammessi esprimono la loro offerta in termini di prezzo e di domanda aggregata senza conoscere le offerte fatte dagli altri investitori che contemporaneamente stanno partecipando all'asta e senza indicazioni sull'andamento del processo complessivo di pricing. In questo modo si raggiunge teoricamente un prezzo corretto dal momento che il comportamento razionale che è lecito aspettarsi dai partecipanti all'asta è quello di indicare la propria valutazione corretta dell'azienda senza "sconti" sul prezzo, per evitare di essere battuti da altri concorrenti. Al termine del periodo di offerta gli intermediari raccolgono tutte le offerte (in inglese "bid") e stabiliscono il prezzo a cui la quantità domandata è tale da coprire l'offerta e assegnano le azioni.

La tecnica di collocamento tramite asta può essere modellata sulle richieste dell'azienda. Possono essere stabiliti dei prezzi minimi di offerta, detti "reservation price", si possono stabilire forchette di valori per le offerte e anche stabilire un tetto massimo alla quantità di azioni richieste da ciascun investitore. A differenza del processo di bookbuilding, nel collocamento tramite asta gli investitori retail partecipano attivamente al processo di determinazione del prezzo.

Ulteriori teorie e modelli sull'origine dell'Underpricing

Il modello di Ritter (1984) cerca di spiegare il fenomeno dell'underpricing nei periodi di "hot issue" ovvero periodi con molte IPO e forti apprezzamenti poco dopo la quotazione. In particolare, Ritter analizza il biennio 1980-1981, in cui il prezzo medio dei titoli aumentava mediamente del 48,4% soltanto nel primo giorno di contrattazioni. Il modello di Ritter si basa sul modello di Rock, che quest'ultimo già aveva presentato nel 1982. Secondo Ritter quanto più grande è l'incertezza sul vero valore di un'azione maggiore sarà anche il vantaggio che gli investitori informati avranno su quelli disinformati, per questo motivo quindi queste aziende dovrebbero quindi aumentare il loro grado di underpricing per attirare anche gli investitori non informati.

⁵⁴ Fonte: Marco Maria Fumagalli (ex dirigente Consob) <https://fchub.it/unalternativa-allipo-anche-in-italia/>
Consultato il 23/06/2021

Shiller (1990) propone diversi motivi che portano le banche intermediarie ad attuare politiche di underpricing. Shiller ipotizza un accordo tacito tra investitori e intermediari, gli investitori acquistano i titoli all'IPO e si impegnano a tenerli in portafoglio per un certo tempo, evitando di creare fluttuazioni al titolo e per questo gli intermediari gli riconoscono un premio sotto forma di underpricing.

Un secondo motivo che Shiller propone è la teoria che chiama "dell'impresario". Come gli impresari del mercato discografico fanno, è preferibile nei primi concerti abbassare il prezzo dei biglietti per attrarre un grande fetta di pubblico così da guadagnare maggiormente in seguito avendo creato una moda. In questo modo si comporterebbero anche le banche intermediarie. Inoltre, svalutando i titoli, gli intermediari ricevono alcuni benefici reputazionali. Gli investitori che acquistano queste azioni saranno più propensi ad acquistare nuovi titoli da quella banca intermediaria. Al contrario una banca che non svaluta potrebbe godere di una brutta reputazione tra gli investitori e quindi sarebbe, secondo Shiller, costretta e ad abbassare ancora di più il prezzo di collocamento.

Secondo l'ipotesi di Ljungqvist e Wilhelm (2003), del riallineamento degli incentivi, esistono diverse concause che possono generare fenomeni di underpricing, in particolare essi analizzano ciò che avvenne durante la cosiddetta "bolla delle dotcom" avvenuta nel 1999-2000. Queste cause sono: il fatto che i CEO delle società quotate possedevano poche quote aziendali, il fatto che poche IPO contenessero l'emissione di titoli secondari, la crescita nella frammentazione della proprietà delle aziende quotate e anche il verificarsi di situazioni in cui le azioni venivano allocate presso amici e parenti.

Tinic (1988) propone un'altra motivazione alla base dell'underpricing: sottovalutare i titoli al momento della quotazione serve all'azienda che si quota e agli intermediari come un'assicurazione da eventuali cause legali che potrebbero essere intentate da investitori insoddisfatti. I possibili danni, economici e reputazionali, che una causa porterebbe all'azienda che si quota e ai suoi intermediari sono più che bilanciati dalla svalutazione dovuta all'underpricing.

Requisiti Direct Listing NYSE e Nasdaq

La tabella⁵⁵ racchiude i requisiti, gli standard e le regole imposte dai due principali mercati americani alle aziende che vogliono quotarsi con Direct Listing.

	NYSE selling shareholders direct floor listing	NYSE Primary Direct Floor Listing	Nasdaq Global Select Market	Nasdaq Global Market	Nasdaq capital market
Valutazione di mercato di azioni detenute pubblicamente ⁵⁶	>250 M \$	>250M \$ -Il valore delle azioni di nuova emissione deve essere almeno 100M \$	>250M \$	Tra 16M \$ e 40M \$	Tra 10M \$ e 30M \$
Standard Finanziari	L'azienda deve rispettare uno dei seguenti vincoli minimi: -Utili aggregati maggiori di 10M \$ nei 3 anni fiscali precedenti, 2M \$ minimo di utili per ciascuno dei 3 anni. - Capitalizzazione di mercato	Uguale a NYSE selling shareholders direct floor listing	L'azienda deve rispettare uno dei seguenti vincoli: - Utili aggregati maggiori di 11M \$ nei 3 anni fiscali precedenti, 2.2M \$ minimo di utili per ciascuno dei 3 anni. -Capitalizzazione media minima di mercato negli ultimi 12 mesi di 550M \$, minimo	L'azienda deve rispettare uno dei seguenti vincoli: -Utili prima delle tasse maggiori di 1M \$ nell'ultimo anno o 2M aggregati negli ultimi 3 anni e capitale netto maggiore di 15M	L'azienda deve rispettare uno dei seguenti vincoli: - Capitale netto maggiore di 15M e due anni di operato -Capitale netto maggiore di 4M \$ e valore dei titoli quotati maggiore di 100M \$

⁵⁵ GIBSON DUNN, 08/01/2021, A current guide to Direct Listings, *Gibson Dunn*.

⁵⁶ “Le azioni detenute pubblicamente comprendono quelle detenute da persone esterne agli amministratori, i funzionari e persone presunte affiliate”, Fonte: GIBSON DUNN, 08/01/2021, A current guide to Direct Listings, *Gibson Dunn*.

	globale di almeno 200M \$		<p>110M \$ di ricavi nell'ultimo anno fiscale e minimo cashflow aggregato positivo nei 3 anni passati di 27.5M\$</p> <p>-Capitalizzazione media minima di mercato negli ultimi 12 mesi di 850M \$, minimo 90M \$ di ricavi nell'ultimo anno fiscale</p> <p>-Capitalizzazione di mercato maggiore di 160M \$, più di 80M \$ di valore di asset e più di 55M \$ di capitale netto</p>	<p>-Capitale netto maggiore di 30M e due anni di operato</p> <p>-Valore di mercato dei titoli quotati maggiore di 150M \$</p> <p>-Asset e ricavi maggiori di 75M \$ nell'ultimo anno fiscale o in due degli ultimi tre</p>	- Asset e ricavi maggiori di 75M \$ nell'ultimo anno fiscale o in due degli ultimi tre
Standard rispetto alla distribuzione di azioni	<p>L'azienda deve rispettare tutti i seguenti vincoli minimi:</p> <p>-Almeno 400 investitori proprietari di un lotto di 100 azioni</p> <p>-1.1 milioni di azioni detenute pubblicamente</p>	Uguale a NYSE selling shareholders direct floor listing	<p>L'azienda deve rispettare tutti i seguenti vincoli minimi:</p> <p>-Almeno 450 investitori proprietari di un lotto di 100 azioni o 2200 investitori totali</p>	<p>L'azienda deve rispettare tutti i seguenti vincoli minimi:</p> <p>-Almeno 400 investitori proprietari di un lotto di 100 azioni</p> <p>-1.1 milioni di azioni detenute pubblicamente</p>	<p>L'azienda deve rispettare tutti i seguenti vincoli minimi:</p> <p>-Almeno 300 investitori proprietari di un lotto di 100 azioni</p>

	-Prezzo minimo di collocamento: 4.00\$		-1.25 milioni di azioni detenute pubblicamente -Prezzo minimo di collocamento: 4.00\$	-Prezzo minimo di collocamento: 8.00\$	-1 milioni di azioni detenute pubblicamente -Prezzo minimo di collocamento: 8.00\$ o prezzo di chiusura di 6.00\$
Regole relative all'assunzione di consulenti finanziari	Ogni valutazione del valore delle azioni connesse a una pratica di Selling shareholders direct floor listing deve essere fornita da un ente con significativa esperienza e dimostrabile competenza ⁵⁷ . L'ente che effettua la valutazione deve essere considerato indipendente.	Non è richiesta l'assunzione di un consulente finanziario in quanto il prospetto deve includere un intervallo di valori anticipato dall'azienda entro cui vengono vendute le azioni.	Ogni valutazione del valore delle azioni connesse a una quotazione attraverso Direct Listing deve essere fornita da un ente con significativa esperienza e dimostrabile competenza in valutazioni di questo tipo. ⁵⁸ L'ente che effettua la valutazione deve essere considerato indipendente.	Uguale a Nasdaq global select market	Uguale a Nasdaq global select market.

⁵⁷ NYSE listed company manual, sezione 102.01B <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-89148.pdf>
Consultato il 5/05/2021

⁵⁸ Regola Nasdaq IM-5315-1(f)

Bibliografia

- AU-YEUNG, A., 06/10/2020, Palantir Cofounders Peter Thiel And Alex Karp Have Unloaded Over \$400 Million In Shares Since The IPO, *Forbes*.
- BECK, A., RAPP, R., LIVINGSTONE, J., 2020, Investment Bankers as Underwriters—Barbarians or Gatekeepers? A Response to Brent Horton on Direct Listings, *73 SMU L. REV. F.251*
- BRAU, J.C., FAWCETT, S.E., 2006 Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications, *Journal of Applied Corporate Finance Vol. 18*, 107-117.
- BREWSTER, T., 31/3/2020, Palantir, The \$20 Billion, Peter Thiel-Backed Big Data Giant, Is Providing Coronavirus Monitoring To The CDC, *Forbes*.
- CHAPMAN, L., 09/09/2020, Palantir CEO says pick “different company” if you don’t like us, *Bloomberg*.
- CHAPMAN, L., 18/02/2021, Palantir slides with nearly all shares unlocked for trading, *Bloomberg*.
- COFFEE, J.C., JR., 2018, The Spotify Listing: Can an "Underwriter-less" IPO Attract Other Unicorns?, *The Cls Blue Sky Blog*.
- CRICHTON, D., 04/09/2020, In amended filing, Palantir admits it won’t have independent board governance for up to a year, *Tech Crunch*.
- CRICHTON, D., 18/09/2020 In its 4th revision to the SEC, Palantir tries to explain what the hell is going on, *Tech Crunch*.
- FUMAGALLI M.M., 2020, Un’alternativa all’IPO anche in Italia?, *FCHub.it*.
- GOULD, M., ET AL., 28/03/2020, The power of data in a pandemic, *Gov.uk*.
- GREENBERG, A., 01/09/2013, How A 'Deviant' Philosopher Built Palantir, A CIA-Funded Data-Mining Juggernaut, *Forbes*.
- HOLMSTRÖM, B., TIROLE, J., 1993, Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy Vol. 101*, 678–709.
- HORTON, B.J., 2019, Spotify's direct listing: Is it recipe for gatekeeper failure. *SMU Law Review 72(1)*, 177-216.
- KINDING, B., 29/09/2020, Palantir IPO: Deep-Dive Analysis, *Forbes*.
- KONRAD, A., 01/02/2021, Databricks Raises \$1 Billion At \$28 Billion Valuation, With The Cloud’s Elite All Buying In, *Forbes*.

- KUNTHARA, S., 14/05/2021, Here's Who's Gone Public in 2021 (So Far), *Crunchbase News*.
- KUNTHARA S., 28/09/2020 Here's What You Need To Know About Palantir's Long-Awaited Direct Listing, *Crunchbase News*.
- FEINER, L., 20/06/2019, Slack shares surge 48% over reference price in market debut, *CNBC*.
- LEVY, A., 29/04/2021, Palantir CEO Alex Karp earned cash and stock worth \$1.1 billion last year, *CNBC*.
- LIAO, S., 11/03/2021, Roblox, the game company made wildly popular by kids, goes public with \$41 billion valuation, *The Washington Post*.
- LJUNGQVIST, A., WILHELM, W.J., JR., 2003, IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *The Journal of Finance Vol. 58*,723-752.
- LOUGHRAN, T., & RITTER, J., 2004. Why Has IPO Underpricing Changed over Time? *Financial Management Vol. 33*(3), 5-37.
- MCGURK, J., 2/07/2019, All about direct listing, *Andressen Horowitz*.
- MERTON, R.C., 1987, Presidential address: A simple model of capital market equilibrium, *Journal of Finance Vol. 42*, 483–510.
- O'BRIEN, S.A., 30/09/2020, Palantir, the controversial data company, makes its Wall Street debut, *CNN Business*.
- PAGANO, M., 1993, The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model, *European Economic Review Vol. 37*, 1101–1125.
- PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L., 2002, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *The journal of Finance Vol. 53*, 27-64
- PINEDO A.T., ET AL. 24/01/2021, Primary Direct Listings: A Hybrid Approach to a Traditional IPO Alternative, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- RAJAN, R.G., 1992, Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt, *Journal of Finance Vol. 47*, 1367–1400.
- RITTER J.R., 1984, The Hot Issue Market of 1980, *The Journal of Business Vol. 57*, 215-240.
- RITTER, J., 2021, Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2020, *University of Florida*.
- RITTER, J.R., 1987, The cost of going public, *Journal of Financial Economics Vol. 19*, 269-281
- RITTER, J.R., 2014, Google's IPO, 10 years later, *Forbes*.

- ROCK K., 1986, Why New Issues Are Underpriced, *The Journal of Financial Economics Vol. 15*, 187-212.
- ROY, A., 07/03/2017 Peter Thiel's tech company, Palantir, could help Trump crack down on undocumented immigrants, *CNBC*.
- SHILLER R.J., 1990, Speculative Prices and Popular Models, *The Journal of Economic Perspectives Vol. 4*, 55-65.
- SOLDAVINI, P., 02/04/2021, Via libera della Sec: Coinbase sceglie il direct listing per andare al Nasdaq, *Il sole 24 Ore*.
- SOLOMON, S.D., 01/10/2020, Take it or leave it, *The New York Times*.
- STEWARD, 03/11/2020 ,What to know about direct listing - from a banker. *Morgan Stanley*
- TINIÇ, S.M., 1988, Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of Finance Vol. 43*, 789-822.
- TRAINER, D., 29/09/2020, Palantir's Secretive Business Is Priced For Perfection, *Forbes*.
- TSE, C., BASAK, S., 25/09/2020, One pandemic later direct listing see some blue sky, *Bloomberg*.
- WASHINGTON POST LIVE, 07/1/2021, The Path Forward: Combating COVID-19 with Palantir CEO Alexander Karp, *The Washington Post*
- WATERS, R., 29/09/2020, Palantir goes public but founders will have control for life, *Financial Times*.
- WILMOT, S., 05/12/2017, Spotify, Like Google, Wants to Reinvent the Tech IPO. *The Wall Street Journal*.
- WINSTON, A., 27/02/2018 Palantir has secretly been using New Orleans to test its predictive policing technology, *The Verge*.