



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"DECIFRARE IL DOLLARO DIGITALE: LA QUOTAZIONE DI
COINBASE GLOBAL"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO: RICCARDO COSTANTINI

MATRICOLA N. 2044273

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature)

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Costantino Piccinini', written in a cursive style.

Indice

1. Introduzione	4
2. La quotazione pubblica	5
2.1 – Le motivazioni per la quotazione	6
2.2 – La procedura di quotazione borsistica tradizionale	7
2.3 – La procedura di Direct Listing.....	8
2.4 – I rischi e i vantaggi.....	11
2.5 – L’importanza strategica della quotazione pubblica per aziende che gestiscono criptovalute.....	13
2.5.1 - Opportunità di crescita e accesso al capitale	13
2.5.2 - Miglioramento della credibilità e trasparenza	13
2.5.3 - Pressioni regolatorie e normative.....	14
3. Studio del caso - La quotazione pubblica tramite Direct Listing di Coinbase Global Inc.	16
3.1 – Contesto storico e background aziendale	16
3.2 – Modello di business.....	17
3.3 – Situazione finanziaria pre-quotazione.....	20
3.4 – Situazione del mercato delle criptovalute pre-quotazione.....	21
3.5 – Analisi delle strategie finanziarie (Processo di quotazione)	25
3.5.1 - Prima della quotazione	25
3.5.2 - Durante la quotazione	27
3.5.3 - Dopo la quotazione	30
4. Conclusioni finali.....	35
Appendice	37
Bibliografia e sitografia.....	44

1. Introduzione

L'IPO, acronimo di Initial Public Offering e tradotto in italiano in Offerta pubblica iniziale, rappresenta l'atto di quotazione in borsa. Cosa significa quotarsi in borsa per un'azienda? Solitamente la maggior parte delle società iniziano a raccogliere capitale proprio tramite un numero limitato di investitori privati, che acquisiscono azioni della società in un mercato illiquido, cioè senza la possibilità di rivendere liberamente le stesse al pubblico. Ad un certo punto della vita aziendale, se essa conduce un business profittevole, diventa necessario aumentare il proprio capitale per condurre le proprie operazioni. Una possibilità consiste nel richiedere ai soci di investire nuovo capitale sociale, ma la soluzione più comune è il quotarsi in borsa. Con questo atto, l'azienda è in grado di vendere le proprie azioni a un più ampio numero di investitori sul libero mercato diversificando la propria proprietà. Questo è il significato di passare da azienda privata ad azienda pubblica (Ritter *et al.*, 1998). Il capitale proprio aumenta di conseguenza al fatto che nella maggior parte dei casi, oltre alla possibilità di vendere le proprie azioni (e uscire dalla proprietà dell'azienda) i soci offrono al pubblico nuove azioni societarie a un determinato prezzo. Per questo motivo si parla di guadagni aziendali durante l'IPO, che sono dati dal numero di azioni offerte moltiplicato per il prezzo di ciascuna azione (Ritter *et al.*, 1998).

Il processo di quotazione pubblica è un periodo molto stressante, specialmente per giovani imprese in crescita, che non hanno né grande esperienza né grandi mezzi finanziari. Le aziende sono soggette a considerevole pressione e alle significative oscillazioni del mercato. Ovviamente insieme ai benefici ci sono anche dei costi. Il processo di quotazione, infatti, è molto dispendioso, in quanto il passaggio da azienda privata a pubblica comporta un aumento considerevole delle restrizioni e dei doveri da seguire. Sia in termini di compliance verso le istituzioni pubbliche e i propri investitori, sia durante le quotidiane operazioni aziendali.

Tuttavia, negli ultimi anni le esigenze e le ragioni delle aziende per quotarsi in borsa stanno cambiando, e con esse stanno prendendo piede metodi alternativi per quotarsi pubblicamente. Ognuno di questi metodi ha ovviamente i suoi vantaggi e i suoi rischi. Uno su tutti è l'avvento del Direct Listing, che cavalca l'onda dell'adozione da parte di aziende "tech" di alto profilo, e si sta ergendo sempre più come valida alternativa all'IPO tradizionale.

L'emergere delle criptovalute ha sconvolto i sistemi finanziari tradizionali, offrendo a privati e aziende un'alternativa decentralizzata per condurre le transazioni. A differenza delle valute tradizionali emesse dalle banche centrali, le criptovalute operano su una tecnologia chiamata blockchain, che consente transazioni peer-to-peer sicure e trasparenti. Con l'avvento delle criptovalute si è cominciato a chiedersi a che tipo di investimento finanziario tradizionale

esse siano comparabili, se a titoli azionari o a valute di scambio. Nel frattempo che gli enti regolatori si sono posti queste domande, le cosiddette “cripto” hanno raggiunto un alto livello di popolarità tra gli utenti di tutto il mondo grazie alla loro principale caratteristica ossia l’accessibilità e l’anonimato. Ciò ha reso ancora più difficile il compito degli enti regolatori che negli anni hanno lasciato numerose aree grigie riguardo alla legislazione di questo nuovo tipo di attività finanziaria. Diverse aziende (quotate e non) detengono criptovalute nel proprio stato patrimoniale, e molte delle imprese che gestiscono o hanno a che fare con esse hanno iniziato a desiderare sempre di più la quotazione in borsa per diventare un’azienda pubblica.

In questo articolo si cercherà di analizzare i processi e le motivazioni che conducono le aziende a quotarsi in borsa, con riferimento anche a società che gestiscono criptovalute. In seguito al primo capitolo introduttivo, questa prova finale è composta da un secondo capitolo di revisione della letteratura accademica il cui focus principale è il Direct Listing, un terzo capitolo di studio del caso riguardo la quotazione pubblica di Coinbase Global Inc., azienda leader negli Stati Uniti e nel mondo nella compravendita di criptovalute, e infine un quarto ed ultimo capitolo conclusivo.

2. La quotazione pubblica

Il termine "quotazione pubblica" si riferisce tipicamente all'offerta pubblica iniziale (IPO) di una società. Questo processo comporta l’offerta delle azioni di una società su un mercato azionario pubblico per la prima volta, consentendo a tutti gli investitori di acquistare e vendere azioni (Brau e Fawcett, 2004). Per le imprese che scelgono di quotarsi in borsa, il passaggio da azienda privata a pubblica rappresenta una pietra miliare, portatrice di cambiamenti, favorevoli ma anche complessi e dispendiosi da navigare. Come sottolinea Draho (2004, p. 1), "pochi eventi nella vita di un'azienda sono così grandi per portata e conseguenze come l'offerta pubblica iniziale (IPO)". Proprio per questo, la decisione di quotarsi in borsa deve essere ben ponderata.

Oltre ai vantaggi discussi in seguito, una IPO comporta maggiori oneri di informativa e conformità, maggiore controllo pubblico da parte di autorità e investitori, e potenziali problemi di governance aziendale dovuti a cambiamenti sostanziali nella struttura organizzativa di un'azienda (Iannotta, 2010). Oltretutto, le operazioni di quotazione non sono gratuite. I costi che le accompagnano possono essere classificati come diretti e indiretti. I costi diretti comprendono le spese legali, di revisione e di sottoscrizione, mentre quelli indiretti fanno riferimento al tempo e lo sforzo del management dedicato alla conduzione dell'offerta, e alla

diluizione associata alla vendita di azioni a un prezzo di offerta che è, in media, inferiore al prezzo prevalente sul mercato poco dopo l'IPO (underpricing¹) (Ritter et al., 1998).

La struttura dell'offerta di azioni varia a seconda della modalità. Se vengono quotate nuove azioni societarie per la prima volta (e di conseguenza i proventi della vendita fluiscono nelle casse dell'azienda) si tratta di un'offerta primaria, detta appunto IPO. Se invece sono emesse sul mercato azioni preesistenti appartenenti agli azionisti (e di conseguenza il ricavato della vendita fluisce nelle tasche degli stessi) si tratta di un'offerta secondaria, detta FPO (Follow-on Public Offering). In Italia un'offerta primaria è detta "Offerta Primaria di Sottoscrizione" (OPS) mentre un'offerta secondaria è detta "Offerta Pubblica di Vendita" (OPV). Nel Regno Unito invece si parla di "Offer For Subscription" per un'offerta primaria, o di "Offer For Sale" nel caso di un'offerta secondaria. Molte IPO comprendono una combinazione di offerte primarie e secondarie in cui vengono listate sia azioni di nuova emissione che preesistenti. Nel caso di nuove offerte di azioni da parte di compagnie già quotate, si parla comunque di offerte secondarie (Iannotta, 2010).

2.1 – Le motivazioni per la quotazione

Molte società aspirano a quotarsi in borsa attraverso un'offerta pubblica iniziale. Ma quando si inizia a pensare a una possibile quotazione, bisogna prima chiedersi quali sono le motivazioni principali² che spingono un'azienda privata verso questa scelta.

Secondo Iannotta (2010), le aziende prendono la decisione di quotarsi in borsa principalmente per ottenere liquidità e raccogliere capitali necessari per finanziare la crescita, espandere le operazioni, sviluppare nuovi progetti o migliorare la struttura finanziaria senza aumentare il debito. Dal punto di vista degli azionisti può invece essere parte di una strategia di uscita per investitori iniziali, come private equity e venture capital, o di successione per i fondatori (Iannotta, 2010).

Altre motivazioni più strategiche che finanziarie includono la possibilità di utilizzare le azioni come "valuta" in operazioni di acquisizione, migliorare la reputazione e l'immagine aziendale, e offrire al management incentivi basati sulla performance, come le "stock options"³ (Iannotta, 2010).

¹ "Le società possono scegliere consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione." Da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html> consultato il 10/08/2024.

² Approfondimento sulle motivazioni in appendice alla prova finale.

³ Queste sovvenzioni danno al dipendente il diritto di acquistare azioni dell'azienda a un prezzo di esercizio prestabilito, entro una certa data. Da <https://www.investopedia.com/terms/e/eso.asp> consultato il 09/08/2024.

Secondo un'indagine condotta da Brau e Fawcett (2006) inoltre, il passaggio ad azienda pubblica è importante anche in quanto permette anche di stabilire un valore di mercato per l'azienda, ampliare la base di azionisti e attrarre l'attenzione degli analisti.

2.2 – La procedura di quotazione borsistica tradizionale

La prima fase del processo di un'offerta pubblica iniziale tradizionale⁴ negli Stati Uniti è la selezione dei sottoscrittori, detti “underwriters”. Questi sono solitamente banche d'investimento, come J.P. Morgan Chase, e svolgono un ruolo cruciale nella gestione dell'offerta agendo da intermediari tra l'azienda emittente e gli investitori, stabilendo il prezzo delle azioni e coordinando il processo di vendita (Brown, Byard e Suh, 2024).

Segue una fase di “due diligence”, durante la quale i sottoscrittori scelti esaminano approfonditamente la situazione finanziaria, legale e operativa dell'azienda emittente per garantire la conformità alle normative della SEC (Securities and Exchange Commission), l'organo controllore della borsa statunitense, e la corretta produzione della dichiarazione di registrazione, il “Form S-1” (Deloitte, n.d.).

Successivamente, l'azienda e i sottoscrittori organizzano un “roadshow”, una serie di presentazioni ed incontri con gli investitori istituzionali più importanti per suscitare interesse nella quotazione e raccogliere feedback (Bruson, 2019; Jenkinson e Ljungqvist, 2001).

L'ultima fase è quella della determinazione del prezzo di offerta. Il metodo più utilizzato nelle IPO statunitensi è il book-building. Il metodo si basa sulla creazione di una curva di domanda basata sui feedback ricevuti durante il roadshow, in modo da fissare un prezzo che bilanci domanda e offerta (Iannotta, 2010; Ritter et al., 1998).

L'IPO comporta costi significativi, inclusi compensi ai sottoscrittori (fino al 7% dei proventi raccolti), spese legali e di compliance, e può richiedere dai sei mesi ad un anno per essere completata (Horton, 2019; Seth, 2022).

Dopo che la quotazione in borsa è stata completata, la società sarà soggetta a molteplici requisiti di rendicontazione e governance. Tra le altre cose, la SEC richiede a tutte le società quotate in borsa la costituzione di un consiglio di amministrazione e la produzione di relazioni periodiche annuali sulla loro performance finanziaria, i “Form 10-K⁵” (Seth, 2022).

⁴ Approfondimento sul processo di quotazione tramite IPO e sugli effetti della disclosure dell'uso previsto dei proventi in appendice alla prova finale.

⁵ Alcune delle informazioni che una società è tenuta a documentare nel 10-K includono la sua storia, la struttura organizzativa, i bilanci, gli utili per azione, le società controllate, i compensi dei dirigenti e qualsiasi altro dato rilevante. Da <https://www.investopedia.com/terms/1/10-k.asp> consultato il 07/08/2024.

2.3 – La procedura di Direct Listing

Definizione

Una quotazione diretta è la quotazione di una classe di titoli azionari di una società per la negoziazione in una borsa valori senza condurre un'offerta pubblica iniziale sottoscritta o il trasferimento della quotazione da un'altra borsa (MacNeill *et al.*, 2021).

Si tratta di una tendenza iniziata recentemente da importanti compagnie “tech” come Spotify e Slack che lo hanno scelto come metodo di quotazione rispettivamente nel 2018 e 2019. In realtà è una modalità esistente da tempo ma che si è aggiudicata le luci della ribalta grazie a queste recenti quotazioni di alto profilo. Le aziende più innovative, specialmente nel settore tecnologico hanno iniziato ad interessarsi al Direct Listing recentemente grazie a diverse situazioni che si sono verificate negli anni, come ad esempio la possibilità di raccogliere un grande ammontare di capitale tramite investimenti privati da parte di venture capital, angel investors o mutual funds, e quindi un venir meno della necessità di quotarsi per farlo. Ad esempio, nel 2015 Airbnb ha raccolto 1,5 miliardi di dollari in un round di finanziamento privato mentre nel 2016 Spotify ha raccolto 1 miliardo di dollari in un altro round di finanziamento privato (Horton, 2019).

Il processo di quotazione pubblica tramite Direct Listing, generalmente ricalca il tradizionale processo di IPO, nonostante ci siano delle importanti differenze chiave.

La differenza principale è che in un Direct Listing l'azienda non vende direttamente nuove azioni al pubblico e non è assistita dal tradizionale ruolo di sottoscrizione da parte delle banche d'investimento. Questo significa che la società non riceve nessun nuovo capitale, ma piuttosto facilita la rivendita delle azioni detenute dagli “insider”, come i dipendenti, i dirigenti o i primi investitori privati (Fenwick, 2023; McGurk, 2019).

Il 22 dicembre 2020 però, la SEC ha annunciato l'approvazione della proposta della NYSE (New York Stock Exchange) di permettere alle aziende di effettuare un'offerta primaria, ossia l'emissione di nuove azioni societarie nel mercato, nell'ambito di una quotazione diretta nota come “Primary Direct Floor Listing”, senza effettuare un'offerta sottoscritta da banche d'investimento con impegno irrevocabile (New York Stock Exchange LLC *et al.*, 2020). Non sono mancate preoccupazioni da parte del CII (Council of Institutional Investors⁶) riguardo a problematiche legate all'assenza di sottoscrittori come la garanzia di liquidità sufficiente, la prevenzione della manipolazione dei prezzi e problemi di responsabilità. Nonostante ciò, la

⁶ “Il Council of Institutional Investors è un'associazione non profit e apartitica che riunisce fondi di previdenza per i dipendenti pubblici, aziendali e sindacali degli Stati Uniti”. Da <https://www.cii.org/about> consultato il 10/08/2024.

SEC ha riscontrato che la modifica proposta è coerente con il Securities Exchange Act del 1934, che richiede che le regole degli scambi siano progettate per proteggere gli investitori e l'interesse pubblico. Ha inoltre ritenuto che i vantaggi, come l'apertura di una nuova strada per la formazione di capitali e la possibilità di migliorare l'efficienza dei prezzi, superassero i potenziali rischi (New York Stock Exchange LLC *et al.*, 2020). Questa novità permette dunque alle aziende di accedere a nuovo capitale proprio anche tramite Direct Listing.

Fase di preparazione precedente alla quotazione

La procedura di una quotazione diretta inizia come per le IPO tradizionali con una fase di preparazione, in cui l'emittente crea un team di consulenti, tra cui banche d'investimento, avvocati e contabili. La differenza sta nel fatto che questi consulenti non svolgono il tradizionale ruolo di collegamento tra emittenti e investitori sottoscrivendo i titoli e ricollocandoli successivamente presso il pubblico, bensì seguono l'azienda durante tutto il percorso ma solo come assistenti. Questo ovviamente rende il Direct Listing meno oneroso di un IPO in quanto le tariffe richieste dalle banche per svolgere questo ruolo sono minori.

I documenti richiesti per la quotazione da parte della Securities and Exchange Commission sono sostanzialmente gli stessi, tra cui il Form S-1 comprensivo di prospetto informativo e documenti finanziari (Fenwick, 2023) (McGurk, 2019).

La fase precedente alla quotazione inizia circa cinque settimane prima del primo giorno di negoziazione e comprende diversi passaggi chiave. Il primo è l'“Investor Day” che sostituisce nella procedura il roadshow tradizionale. Naturalmente, la pianificazione, il marketing, l'educazione degli investitori e la creazione di relazioni sono importanti anche in una quotazione diretta. L'investor day è visto come un evento più democratico in quanto permette a tutti gli investitori indipendentemente dalla loro natura (privati, istituzionali etc..) di accedere alle stesse informazioni contemporaneamente. L'incontro, infatti, dove i dirigenti raccontano la storia societaria e discutono i risultati finanziari ottenuti, anche se ancora solamente riguardo la performance storica, viene trasmesso in streaming in diretta. Nonostante la peculiarità di questo evento “one-to-many”, l'emittente svolgerà comunque degli incontri “one-to-one” con i maggiori e più influenti investitori istituzionali accompagnata dai suoi consulenti. L'obiettivo è quello di fidelizzarli, creare una relazione, far crescere la domanda e creare fiducia nel management.

Nonostante gli attori e le attività siano simili, tuttavia, la parte del processo di quotazione diretta dedicata agli incontri con gli investitori è molto più limitata rispetto al programma di un roadshow di un'IPO tradizionale. In particolare, non è prevista la sollecitazione di ordini da

parte degli investitori come nel processo di bookbuilding di un'IPO tradizionale, in quanto la determinazione del prezzo è lasciata al mercato come verrà approfondito in seguito (Fenwick, 2023) (McGurk, 2019).

Un'altra differenza importante sta nel fatto che in un'operazione di Direct Listing la SEC dichiara efficace la dichiarazione di registrazione una o due settimane prima che le azioni diventino ufficialmente pubbliche. Questo consente alle aziende di annunciare pubblicamente le previsioni finanziarie riguardo il futuro della compagnia in anticipo piuttosto che solamente dopo che l'operazione di IPO sia completata, solitamente in occasione della prima pubblicazione degli utili trimestrali. Ciò permette agli investitori di valutare per tempo il prezzo che sono disposti a pagare per le azioni (McGurk, 2019).

Negoziazione e price-discovery

Poiché non è la società stessa a emettere nuove azioni, gli azionisti esistenti devono provvedere liquidità vendendo le proprie azioni. Per questo prima della fase finale, iniziano a determinare a quale prezzo sarebbero disposti a vendere le loro azioni. Allo stesso tempo, in questa fase ogni tipo di contrattazione di azioni societarie nei mercati secondari (privati) vengono disattivate.

Il giorno prima dell'inizio della negoziazione ufficiale, la borsa valori designata per la quotazione, in accordo con il maggior consulente finanziario della società e la società stessa, stabilisce un prezzo di riferimento. Quest'ultimo però non definisce necessariamente il prezzo dal quale inizieranno le negoziazioni, bensì è utile ad informare il pubblico dell'andamento della recente attività di compravendita delle azioni societarie nei mercati privati. Spesso come indicatore viene scelto il prezzo delle ultime contrattazioni private, come nel caso di Spotify. Un altro metodo di individuazione del prezzo di riferimento è il VWAP (volume-weighted average price, prezzo medio ponderato in italiano), che è stato utilizzato nel listing di Slack per esempio (McGurk, 2019).

A differenza di un IPO tradizionale quindi, in cui il range iniziale proposto è quantomeno vicino all'effettivo prezzo di apertura, il prezzo di riferimento di un Direct Listing non è in realtà così rilevante per la determinazione del primo prezzo di negoziazione pubblica. Quest'ultimo infatti è determinato dall'asta di apertura all'inizio della prima giornata di trading, in cui gli acquirenti e i venditori aggiustano i loro ordini per diverse ore iniziando a delineare l'entità della domanda e dell'offerta, mentre il mercato inizia a definire il prezzo di equilibrio. Una volta raggiunto un prezzo accettabile per entrambe le parti e un volume tale da indurre il

designated market maker⁷ (DMM, la persona designata in borsa) a scegliere di aprire il titolo, le azioni inizieranno a essere negoziate in borsa regolarmente (McGurk, 2019).

Grazie a questa procedura, tramite una quotazione diretta si ha una visione più veritiera della domanda e dell'offerta in confronto a quanto accade in una quotazione tradizionale, in cui il volume delle azioni negoziate è ristretto dal fatto che per i primi 180 giorni solo nuove azioni sono vendute a nuovi investitori. Spesso, infatti, alcune azioni sono intenzionalmente collocate presso investitori che hanno intenzione di vendere per ottenere un rapido profitto, mentre allocazioni più ridotte sono date ad investitori che volevano di più per garantire volume di scambio (McGurk, 2019).

2.4 – I rischi e i vantaggi

Dopo aver definito che le Offerte Pubbliche Iniziali (IPO) e le Offerte Pubbliche Dirette (DPO) offrono alle aziende meccanismi distinti per accedere ai mercati pubblici dei capitali, è importante comprendere i vantaggi e gli svantaggi di ciascun metodo. Un direct listing implica diversi vantaggi ma porta con sé anche molteplici rischi.

Uno dei vantaggi è allo stesso tempo una delle motivazioni principali per percorrere la strada del direct listing è la liquidità (Alon-Beck, Rapp and Livingstone, 2020). Tanto è vero che nonostante la nuova regolamentazione citata in precedenza che permette anche alle aziende che si quotano in maniera diretta di emettere nuove azioni, storicamente le DPO non hanno comportato la raccolta di nuovo capitale, fungendo principalmente come strumento utilizzato dagli azionisti esistenti per vendere le proprie azioni sul mercato pubblico (Brown, Byard and Suh, 2024). Più precisamente per permettere ai propri azionisti (dipendenti, dirigenti e primi investitori) di scambiare le proprie azioni per denaro velocemente e a bassi costi di transazione, permettendo al contempo ai fondatori di mantenere il controllo sulla gestione della loro azienda (Alon-Beck, Rapp and Livingstone, 2020). Questo obiettivo è di fatti difficilmente raggiungibile attraverso i mercati privati, come il Nasdaq Private Market⁸, i quali sono per lo più limitati agli investitori istituzionali che desiderano acquistare grandi blocchi di azioni (De Fontenay, 2017).

⁷ Un market maker designato è selezionato dalla borsa come market maker primario per un determinato titolo. È responsabile di mantenere le quotazioni e di facilitare le transazioni di acquisto e vendita. Da <https://www.investopedia.com/terms/d/designated-market-maker-dmm.asp> consultato il 07/08/2024.

⁸ Una sede di negoziazione secondaria affidabile e di livello istituzionale per le società private. Da <https://www.nasdaqprivatemarket.com/about-us/about-nasdaq-private-market/> il 08/08/2024

Al contrario gli IPO tradizionali di solito richiedono un periodo di lock-up che impedisce agli insider di vendere entro i primi 90-180 giorni dalla data di quotazione (Brown, Byard and Suh, 2024).

Questa distinzione ha implicazioni significative sulle tipologie di aziende che decidono di perseguire l'una o l'altra soluzione. Nel loro studio di confronto tra le due modalità di quotazione, Brown, Byard and Suh (2024) hanno rilevato che le aziende che scelgono il direct listing sono generalmente imprese mature più consolidate e affermate verso il pubblico che hanno già raccolto capitali sufficienti privatamente. Un esempio calzante sono appunto i cosiddetti "unicorns", aziende con valutazioni superiori al miliardo, che devono avere un numero di azioni sufficiente a mantenere un mercato liquido ed essere "sufficientemente conosciute per ottenere una copertura di ricerca azionaria dopo la [loro] quotazione" (Horton, 2019).

Non essendo presente nessun contratto di sottoscrizione con alcuna banca d'investimento, i costi di un direct listing sono ampiamente ridotti rispetto a quelli di un IPO con underwriters. Allo stesso tempo, l'assenza di quest'ultimi porta con sé una mancanza di garanzia in caso di mancata vendita di tutte le azioni emesse o di controllo del prezzo durante le prime negoziazioni. La pratica di quotazione diretta, infatti, non riserva alla compagnia alcuna garanzia per la vendita delle azioni, nessuna promozione, nessun investitore sicuro a lungo termine, e nessuna difesa da parte dei grandi azionisti contro la volatilità del prezzo delle azioni durante e dopo la quotazione.

Nei processi di quotazione tradizionale invece, la possibilità di opzioni come l'"overallotment" (o "greenshoe", dal nome dell'azienda che per prima l'ha utilizzata) permette agli underwriters di ridurre la volatilità stabilizzando i prezzi (Brown, Byard and Suh, 2024). L'opzione greenshoe è una clausola che è possibile inserire in un accordo di sottoscrizione con le banche d'investimento, che concede al sottoscrittore il diritto di vendere agli investitori un numero di azioni superiore a quello originariamente previsto dall'emittente se la domanda si rivela particolarmente forte e il prezzo di mercato è significativamente maggiore di quello di offerta iniziale (Seth, 2022). Le motivazioni sono la massimizzazione dei guadagni e la copertura di qualsiasi perdita subita nei momenti in cui le azioni erano negoziate al di sotto del prezzo di offerta. Se invece il prezzo scende più del previsto e al di sotto del prezzo iniziale di offerta, i sottoscrittori possono ricomprare parte delle azioni flottanti ad un prezzo inferiore aumentandone così la scarsità e di conseguenza il valore⁹.

⁹ Da [Greenshoe / Overallotment - Overview, Reasons, Example \(corporatefinanceinstitute.com\)](https://www.corporatefinanceinstitute.com/glossary/greenshoe/) consultato il 08/08/2024

Sempre Brown, Byard and Suh (2024) hanno messo a confronto la volatilità post-quotazione di numerose DPO e IPO tradizionali con e senza opzione di over-allotment in Europa, dimostrando che le operazioni di quotazione diretta hanno una maggiore volatilità di prezzo rispetto alle quotazioni tradizionali sia con che senza opzione. Questa analisi suggerisce quindi che in parte questo effetto sia dato dalla mancanza delle tipiche attività dei sottoscrittori nel periodo di pre-listing. Tuttavia, questa volatilità tende a dissiparsi entro i primi 20 giorni di negoziazione. Lo studio conclude che, sebbene le DPO possano comportare un rischio maggiore a breve termine, i costi inferiori e la rapida stabilizzazione dei prezzi le rendono un'opzione interessante per alcune aziende (Brown, Byard and Suh, 2024).

Le IPO d'altro canto, sebbene più costose, offrono una migliore qualità dell'informazione e l'opportunità per aziende più piccole e con un brand meno rinomato, di avere una migliore possibilità di raccogliere nuovo capitale proprio (Horton, 2019).

2.5 – L'importanza strategica della quotazione pubblica per aziende che gestiscono criptovalute

2.5.1 - Opportunità di crescita e accesso al capitale

Le motivazioni principali che potrebbero spingere aziende di criptovalute a quotarsi pubblicamente sono sostanzialmente simili a quelle precedentemente discusse per le aziende tradizionali, tra cui l'aumento di visibilità, il bisogno di ripagare i finanziamenti di debito e l'accesso semplificato al capitale futuro. Alcune società di criptovalute, in particolare quelle che hanno già raccolto fondi significativi tramite offerte di monete iniziali (ICO, Initial Coin Offering¹⁰) o altri mezzi come i finanziamenti privati, potrebbero dare priorità alla monetizzazione per i primi investitori rispetto alla raccolta di nuovo capitale. Preferendo dunque un DPO ad un tradizionale IPO.

2.5.2 - Miglioramento della credibilità e trasparenza

Oltre alle implicazioni finanziarie, le società di criptovalute potrebbero anche prendere in considerazione la quotazione in borsa per ragioni strategiche. La quotazione in borsa può migliorare la reputazione e la credibilità di una società, che è fondamentale nel settore delle criptovalute, spesso percepito come privo di regolamentazione e rischioso. Quotandosi in borsa,

¹⁰ Le offerte iniziali di monete (ICO) sono un modo popolare per raccogliere fondi per prodotti e servizi solitamente legati alle criptovalute. Essenzialmente sono l'equivalente dell'offerta pubblica iniziale (IPO) nel settore delle criptovalute. Da <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> consultato il 22/08/2024.

una società di criptovalute può segnalare al mercato la propria stabilità finanziaria, trasparenza e impegno nei confronti delle pratiche aziendali, potenzialmente attirando più clienti, partner commerciali e investitori.

Per queste aziende però, la quotazione pubblica non è sempre la soluzione migliore, specialmente se ancora in fase di crescita, con un modello di business fortemente dipendente dal prezzo di attività altamente volatili. In questo caso potrebbe essere potenzialmente sconsigliabile per alcune ragioni. La quotazione pubblica comporta, come già discusso, delle onerosità aggiuntive che potrebbero pesare sulle casse di un'azienda in crescita. Inoltre, gli azionisti pubblici, pretendono che il titolo abbia un buon andamento, e specialmente durante i bear market¹¹, conosciuti anche come “crypto winter” nel mondo delle criptovalute, sono molto più impazienti rispetto agli azionisti privati, caratterizzati da alta illiquidità e quindi difficoltà nel vendere (Kaloudis, 2024).

2.5.3 - Pressioni regolatorie e normative

Sono possibili tre approcci normativi generali per le "cripto-attività", che sono: isolarle, regolarle e integrarle. Isolare le criptovalute significa impedirne l'uso nell'intermediazione bancaria e finanziaria. La regolamentazione delle monete digitali comporta l'emanazione di regolamenti specifici per governarle. L'integrazione delle criptovalute invece implica la modifica delle normative finanziarie esistenti per includerle. Ad oggi, non esiste un consenso chiaro tra le autorità finanziarie su quale di queste opzioni sia l'approccio migliore. Tuttavia, c'è un accordo generale sul fatto che la tecnologia alla base delle criptovalute, la tecnologia di registro distribuito¹², dovrebbe essere considerata separatamente dalle cripto-attività stesse. Questo perché, sebbene le criptovalute presentino una serie di rischi e svantaggi, la DLT ha una serie di potenziali applicazioni positive, ad esempio nei contratti intelligenti (smart contracts¹³) e nell'archiviazione crittografica (Caponera and Gola, 2019).

I due possibili inquadramenti contabili per le criptovalute, sono le categorie "attività immateriale" e "rimanenza". Possono essere considerate attività immateriali se soddisfano le seguenti condizioni previste dallo IAS 38:

¹¹ Si verificano quando i prezzi di un mercato scendono per un periodo prolungato, spesso di oltre il 20%, accompagnati da un sentimento negativo tra gli investitori e da un indebolimento dell'economia (Chen, 2024).

¹² Distributed Ledger Technology (DLT) in inglese. Termine che indica sostanzialmente la tecnologia Blockchain.

¹³ “I contratti intelligenti sono dei programmi archiviati su una blockchain che vengono eseguiti quando vengono soddisfatte delle condizioni prestabilite. Sono di norma utilizzati per automatizzare l'esecuzione di un accordo in modo che tutti i partecipanti possano essere immediatamente certi del risultato senza il coinvolgimento di intermediari o perdite di tempo. Possono anche automatizzare un flusso di lavoro, attivando l'azione successiva quando vengono soddisfatte le condizioni.” Da <https://www.ibm.com/it-it/topics/smart-contracts> consultato il 22/08/2024.

- Devono essere identificabili (separabili, trasferibili, ecc.)
- L'entità deve avere il controllo sui benefici economici derivanti dalla risorsa
- L'attività deve generare un flusso di benefici economici futuri

Secondo un chiarimento preliminare dell'IFRS-IC, le criptovalute soddisferebbero questi requisiti. La classificazione come rimanenza potrebbe essere valida per operatori specializzati in criptovalute che necessitano di mantenere scorte di queste attività come, per esempio, le piattaforme di scambio o le compagnie di mining¹⁴. Tuttavia, le criptovalute detenute a fini di investimento non possono essere considerate rimanenze.

La classificazione contabile delle "cripto-attività" è in discussione a livello internazionale e l'IFRS-IC e lo IASB stanno ancora valutando la questione (Caponera and Gola, 2019). Negli Stati Uniti, la Commissione per il commercio dei futures sulle materie prime (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) ha dichiarato che alcune cripto-attività, tra cui il Bitcoin, rientrano nella definizione di "commodity" ai sensi del Commodities Exchange Act del 1936. Di conseguenza, la CFTC ha l'autorità generale di applicazione della legge per contrastare la manipolazione e la frode in almeno alcuni mercati di criptovalute¹⁵. D'altro canto, la SEC, e in particolare il suo presidente Gary Gensler, ritiene che la maggior parte delle criptovalute siano titoli e che quindi debba essere l'organo deputato alla loro regolamentazione, avendo una maggiore esperienza nei mercati che coinvolgono i singoli investitori. Al contrario, altri governi stanno lavorando a nuove leggi che includano gli aspetti e le sfide uniche della moneta decentralizzata seguendo l'approccio della regolamentazione, mentre la Cina ha vietato l'uso delle criptovalute a causa di diverse truffe, seguendo l'approccio dell'isolamento (Carlson, 2024).

¹⁴ Società specializzate nell'attività mining in grande scala. Mining significa usare computer potenti per risolvere complessi problemi matematici e svolgere due funzioni principali: convalidare le transazioni sulla blockchain e ricevere nuove criptovalute come ricompensa (Whittaker, 2023).

¹⁵ Dal prospetto 424B4.

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021006850/coinbaseglobalinc424b.htm#ieaac362603cf40bfa0bef8a383bacd66_121

3. Studio del caso – La quotazione pubblica tramite Direct Listing di Coinbase Global Inc.

3.1 – Contesto storico e background aziendale

Coinbase è una piattaforma di scambio di criptovalute che offre servizi per acquistare, vendere, conservare e investire in criptovalute fondata nel 2012, a San Francisco. Ad oggi, è la più utilizzata negli Stati Uniti e dal maggio 2020 è diventata un'azienda "remote-first". Di conseguenza, non ha più una sede centrale. L'idea iniziale venne al co-fondatore e CEO Brian Armstrong, nel 2010, dopo aver letto il white-paper¹⁶ di Bitcoin redatto da Satoshi Nakamoto. Un documento che descrive un sistema monetario decentralizzato, capace di trasferire valore attraverso internet senza il bisogno dell'intermediazione di banche o governi. Questa idea si rinforza nella sua mente dopo aver sperimentato gli effetti dell'iperinflazione vivendo un anno a Buenos Aires, Argentina. Tornato negli Stati Uniti, mentre lavora come ingegnere informatico per AirBnB, Armstrong decide di perseguire il suo desiderio di creare un sistema economico libero, più equo e stabile.

La prima forma di Coinbase si proponeva di essere un wallet online per custodire e utilizzare bitcoin in modo sicuro. La prima trasformazione avviene nel 2012 quando Armstrong riceve \$150.000,00 tramite finanziamento privato da Y Combinator, uno degli incubatori di startup più prestigiosi al mondo. L'idea proposta è quella di un exchange di criptovalute che by-passasse i tradizionali broker finanziari, permettendo dunque agli utenti di comprare e vendere tramite Coinbase, connettendo gli ordini di acquirenti e venditori (Gravitas Documentaries, 2023)¹⁷. Nello stesso anno Fred Ehrsam, executive trader alla Goldman Sachs, venne a conoscenza del progetto tramite Reddit, si propose come co-fondatore e Armstrong lo scelse date le loro abilità e conoscenze complementari (Coinbase, 2021). Questo incontro è stato fondamentale per la formazione del gruppo che ha portato al successo di Coinbase.

Nel 2013, la start-up mostrò il potenziale necessario ad assicurarsi altri fondi, pari a 30 milioni di dollari in due diversi round di finanziamento da parte di Union Square Ventures e altre (Redazione, 2021). Dal 2012 al 2019 ha ricevuto attorno ai 570 milioni di dollari totali in diversi round di finanziamenti privati¹⁸. Le prime sfide sono arrivate soprattutto dal punto di vista regolatorio. Il team di Coinbase si è impegnato per educare le autorità sull'argomento e costruire un rapporto di fiducia per il futuro delle criptovalute. Un esempio di questo impegno è quando il FinCEN (Financial Crimes Enforcement Network) emise la prima guida normativa

¹⁶ Versione tradotta in italiano: https://bitcoin.org/files/bitcoin-paper/bitcoin_it.pdf

¹⁷ Disponibile nel sito ufficiale di Coinbase: <https://www.coinbase.com/it/coindocumentary> .

¹⁸ Dati da Refinitiv Eikon.

sulle cripto-attività nel 2013. Nonostante i legali della società consigliarono di ignorarla per contenere i costi, Armstrong decise di licenziarli e adottò un approccio proattivo rafforzando la reputazione di Coinbase come azienda affidabile nei confronti di banche e autorità regolatrici (Coinbase, 2021). Dal 2014 in poi l'azienda vide una rapida crescita internazionale, seguita dalla costituzione di Coinbase Global Inc, la società di holding in controllo delle varie filiali in tutto il mondo, con l'obiettivo di supportare e ampliare le operazioni della piattaforma. La svolta decisiva, che decretò la definitiva espansione sul mercato, avvenne grazie all'introduzione di altre monete virtuali disponibili allo scambio, oltre a Bitcoin, come Ether¹⁹ e tanti altri token definiti altcoin²⁰.

In questo periodo la società si distinse da altre grazie agli investimenti in cybersecurity, dimostrando resistenza a numerosi attacchi hacker informatici (Redazione, 2021). La piattaforma serve sia utenti retail che istituzionali. Coinbase mira a rendere l'accesso alle criptovalute facile e sicuro per ogni persona che possiede uno smartphone o una connessione ad Internet, e perseguendo questo obiettivo, ha visto crescere organicamente i suoi utenti verificati, raggiungendo i 43 milioni in tutto il mondo al 31 dicembre 2020, il doppio rispetto al 2018, e 2,8 milioni di utenti attivi mensili (FINTECH BYTES, 2021). Nel dicembre 2020, la società di analisi del mercato delle criptovalute Messari valutò la società a 28 miliardi di dollari (Graves, 2021).

3.2 – Modello di business

Come dichiarato nel 10-K report riguardante l'anno fiscale 2021 inviato alla SEC, la mission di Coinbase è “aumentare la libertà economica nel mondo costruendo prodotti e servizi tecnologici e di infrastruttura finanziaria sicuri, affidabili e facili da usare che consentono a qualsiasi persona o azienda con una connessione a Internet di scoprire, effettuare transazioni e impegnarsi con asset crittografici e applicazioni decentralizzate” (United States Securities and Exchange Commission, 2022).

Il modello di business di Coinbase quindi, per rendere il mondo Web3²¹ accessibile a un pubblico ampio, si basa sull'offerta di un'esperienza di trading e di un'interfaccia di facile

¹⁹ È il token nativo che facilita le operazioni sulla rete Ethereum. Ether è la seconda valuta virtuale al mondo per capitalizzazione di mercato. Da: <https://www.investopedia.com/terms/e/ether-cryptocurrency.asp> il 20/08/2024.

²⁰ Il termine altcoin si riferisce a tutte le criptovalute diverse dal Bitcoin e, per alcuni, anche da Ethereum, dato che la maggior parte delle criptovalute deriva da una delle due.

Da: <https://www.investopedia.com/terms/a/altcoin.asp> il 20/08/2024.

²¹ Web3 si riferisce alla proposta di una nuova fase di Internet caratterizzata da: tecnologia blockchain, un sistema per memorizzare le informazioni in modo sicuro e trasparente, decentralizzazione, in modo che gli utenti siano proprietari dei loro dati e delle loro risorse online, ed economia basata sui token digitali, utilizzati per accedere a servizi e partecipare a comunità online (*What is Web3?*, 2023) (Kaur, 2023).

comprensione per gli utenti (Chrismorrisiam, 2024). Dalla sua nascita, ha subito notevoli cambiamenti. Inizialmente l'azienda generava entrate solo attraverso le commissioni di negoziazione, mentre attualmente offre diversi servizi, di cui molti su iscrizione, per connettersi in modo differenziato con i suoi tre principali segmenti di clientela: gli utenti retail, le istituzioni e un ecosistema di più di 100.000 partner tra cui sviluppatori, emittenti di asset e rivenditori (Moteria, 2024). I principali sono:

- Coinbase Advanced Trade (precedentemente noto come Coinbase Pro) e Coinbase One, entrambi prodotti di trading rivolti a trader professionisti. Il primo con commissioni più basse basate sul volume mensile di scambi, tipi di ordini avanzati, un'ampia selezione di coppie di trading e gratuito. Il secondo con tutte le stesse caratteristiche più zero commissioni di transazione per un massimo di \$10,000 al mese, assistenza clienti prioritaria e interessi maggiori sulle criptovalute detenute, a cui è possibile accedere pagando un abbonamento mensile di \$29,99.
- Coinbase Wallet, un'applicazione collegata ad internet (“hot storage²²”) che consente agli utenti di accedere ad applicazioni decentralizzate (dApps²³) costruite su network come Ethereum o altre blockchain.
- Coinbase Card, una carta di debito Visa che consente ai clienti di spendere direttamente sia valuta locale che le loro criptovalute, sulla quale Coinbase non applica nessuna commissione.
- USD Coin (USDC), una stablecoin²⁴ digitale lanciata come parte di un consorzio, Centre²⁵, composto assieme a Circle, una società fintech che fornisce servizi di pagamento peer-to-peer attraverso la sua piattaforma²⁶.
- Coinbase Prime, una piattaforma di intermediazione “ad-hoc” per investitori istituzionali, come gli hedge fund, i family office o le tesorerie aziendali.

²² Definito anche “hot wallet” si tratta di software che memorizzano le chiavi private e custodiscono le criptovalute su dispositivi connessi a Internet. Offrono una serie di funzionalità, dall'archiviazione, l'invio e la ricezione di token alla gestione e alla visualizzazione di tutti i token disponibili in un unico luogo (Amure, 2024).

²³ “Le applicazioni decentralizzate (DApp) sono simili alle app che si usano tutti i giorni, ma vengono eseguite su una rete blockchain invece che su un singolo server. Sono la porta d'accesso all'utilizzo della tecnologia blockchain nella vita quotidiana delle persone”. Da <https://coingecko.com/learn/what-are-dapps-everything-there-is-to-know-about-decentralized-applications> il 21/08/2024.

²⁴ Le Stablecoin sono criptovalute il cui valore è ancorato, o legato, a quello di un'altra valuta (come il dollaro), merce (come l'oro) o strumento finanziario. Essendo molto meno volatili delle altre criptovalute, sono utili come monete di scambio o mezzo per acquistare gli altri token (Hayes, 2024).

²⁵ Si tratta di una rete governata attraverso la quale le stablecoin vengono coniate, scambiate e trasferite. Da: <https://coinmarketcap.com/academy/glossary/centre-consortium> il 21/08/2024.

²⁶ Da <https://coinmarketcap.com/academy/glossary/circle> il 21/08/2024.

- Coinbase Custody, un servizio di custodia di cripto asset con una soluzione di “cold storage²⁷” dedicata per investitori istituzionali ai quali applica commissioni di custodia, basate sul valore delle attività gestite.
- Coinbase Commerce, un servizio che consente agli esercenti e ai fornitori di servizi di pagamento di accettare pagamenti in criptovalute sui quali viene applicata una commissione dell'1%²⁸.
- Coinbase Earn, un servizio di staking²⁹ che consente agli utenti di guadagnare ricompense passive dai propri asset digitali partecipando al meccanismo di consenso “proof-of-stake³⁰” di alcune criptovalute. Coinbase facilita questo processo e in cambio, addebita una commissione del 35% sulle ricompense ricevute da tale operazione³¹.

Le principali fonti di entrate per Coinbase rimangono però le commissioni di transazione applicate agli scambi che avvengono sulla sua piattaforma, che variano in base all'importo della transazione e alla regione di residenza (*How Coinbase Makes Money: The business and Revenue model explained*, 2024). Infatti, hanno rappresentato più del 90% delle entrate di Coinbase nel 2020 (Pereira, 2023). Quando si acquistano, si vendono, si convertono o si depositano criptovalute sulla piattaforma, vengono addebitate le commissioni e nel prezzo quotato è incluso lo spread, necessario per aumentare le probabilità di successo della transazione e consente a Coinbase di bloccare temporaneamente il prezzo quotato durante l'elaborazione dell'ordine³². Lo spread è incluso anche nel tasso di cambio quando si converte da una criptovaluta a un'altra. Agli utenti che desiderano convertire le criptovalute in valute fiat (per esempio dollari o euro) viene addebitato un margine o uno spread fino al 2% per

²⁷ Definito anche “cold wallet” è un modo per conservare criptovalute, e soprattutto le relative “private keys” di accesso, offline per prevenire tentativi di hackeraggio. Ne esistono due tipi: uno in cui è un soggetto terzo a custodire le chiavi private nel suo caveau di sicurezza aziendale, (come in questo caso Coinbase), chiamato deposito di custodia. L'alternativa prevede che sia l'utente stesso a custodire le proprie chiavi d'accesso (per esempio in hard-disks o chiavette USB), detto deposito non custodiale.

Da <https://www.investopedia.com/terms/c/cold-storage.asp#toc-types-of-cold-storage> il 21/08/2024.

²⁸ Da <https://help.coinbase.com/en/commerce/getting-started/fees> il 21/08/2024.

²⁹ Lo staking permette di guadagnare un reddito passivo, senza vendere, ma anzi bloccando le proprie criptovalute nella loro blockchain natia per un periodo di tempo prestabilito, per contribuire a sostenere il funzionamento della stessa. In cambio, si guadagnano altre criptovalute come ricompensa. Per certi versi, lo staking è simile al deposito di denaro in un conto di risparmio ad alto rendimento. Le banche prestano i vostri depositi e voi guadagnate interessi sul saldo del conto (Rodeck, 2024).

³⁰ Proof-of-stake è un meccanismo di consenso della blockchain per l'elaborazione delle transazioni e la creazione di nuovi blocchi. Un meccanismo di consenso è un metodo per convalidare le voci di un database distribuito e mantenere la sicurezza del database stesso. Da <https://www.investopedia.com/terms/p/proof-stake-pos.asp> il 21/08/2024.

³¹ Da <https://help.coinbase.com/en/coinbase/trading-and-funding/pricing-and-fees/fees> il 21/08/2024.

³² Da <https://help.coinbase.com/en/coinbase/trading-and-funding/pricing-and-fees/fees> il 21/08/2024.

transazione (Pereira, 2023). A differenza delle borse di criptovalute non regolamentate come Kraken o Binance, Coinbase segnala ogni transazione all'IRS³³ (Internal Revenue Service).

I rischi più evidenti per questo modello di business, oltre che la competizione sui prezzi da altre borse di scambio come la citata Binance o le offerte di prodotti di investimento alternativi, come i pool di liquidità da parte di borse decentralizzate basate su Automated Market Maker (AMM) come Uniswap, sono la volatilità dei prezzi delle criptovalute e il calo del volume di transazioni sulla piattaforma, che intaccherebbero direttamente la maggiore fonte di ricavi dell'azienda. I vantaggi competitivi invece risiedono nella rinomata conformità a tutti gli standard di sicurezza e regolamentazione, un marchio molto forte sul mercato e la presenza di assicurazione sulla maggior parte dei propri depositi di criptovalute (Yeung, 2021).

3.3 – Situazione finanziaria pre-quotazione

Come dichiarato nel prospetto 424B4, durante l'anno concluso il 31 dicembre 2020, Coinbase ha accumulato circa 1.3 miliardi di dollari, registrando un aumento dei ricavi totali di 744 milioni di dollari rispetto al 31 dicembre 2019, pari al 139% in più. L'utile netto è stato di 322 milioni di dollari, segnando il primo anno profittevole della società, passando dalla perdita di 30 milioni di dollari registrato nel 2019. Il totale delle attività ammontava a 5,8 miliardi di dollari di cui 1 miliardo in contanti ed equivalenti di cassa e 3,7 miliardi in fondi di deposito dei clienti. Il totale delle passività era invece di 4,3 miliardi di dollari di cui 3,8 in fondi di deposito dovuti ai clienti. Il patrimonio netto si attestava sui 964 milioni di dollari, o 1,5 miliardi di dollari nella sua versione pro forma, che considera la conversione automatica di tutte le azioni privilegiate convertibili in circolazione in azioni ordinarie di Classe A e Classe B. Il ROE³⁴ (Return On Equity) della società, rappresentazione della redditività del capitale proprio, era pari al 33,4%, mentre il ROA³⁵ (Return On Asset), rappresentazione della redditività delle proprie attività, era pari al 5,5%³⁶.

Nel primo trimestre 2021, in vista dell'imminente quotazione, la performance operativa è migliorata ulteriormente, arrivando a registrare ricavi totali per 1,8 miliardi di dollari, di cui un utile netto di 771 milioni di dollari pari al 43% di margine che supera di più del doppio l'utile dell'intero 2020. Le attività totali sono sostanzialmente raddoppiate, raggiungendo i 10,2 miliardi di dollari, le passività totali si sono attestate a 7,3 miliardi di dollari, e il patrimonio

³³ L'IRS è l'agenzia governativa responsabile della riscossione delle imposte federali e dell'amministrazione delle leggi fiscali. Da <https://www.irs.gov/about-irs> il 21/08/2024.

³⁴ Si calcola dividendo l'utile netto per il patrimonio netto.

³⁵ Si calcola dividendo l'utile netto per il totale delle attività.

³⁶ Proprie elaborazioni basate sui dati forniti nel prospetto 424B4.

netto è aumentato a 2,3 miliardi di dollari³⁷. Il ROE così determinato rimane sostanzialmente invariato al 33,5% mentre il ROA cresce al 7,6%³⁸ e l'asset turnover³⁹, un indice di liquidità, si attesta al 17%.

Questi sono numeri importanti, anche nel mondo dei c.d. “tech-unicorn” che spesso e volentieri propongono altissime aspettative di crescita ma non sempre sono già profittevoli e in grado di autofinanziarsi prima della quotazione pubblica. Un esempio su tutti il caso Spotify che mostrava ricavi molto elevati e in grande crescita, ma anche un'annuale e crescente perdita netta⁴⁰.

3.4 – Situazione del mercato delle criptovalute pre-quotazione

La performance finanziaria di Coinbase è strettamente legata ai prezzi, alla volatilità e al sentimento nei confronti del settore delle criptovalute. Il grande salto di profittabilità evidenziato nel paragrafo precedente è dovuto in gran parte all'ingente aumento di prezzo di Bitcoin nel primo trimestre del 2021. Questo ha guidato al rialzo i prezzi delle restanti altcoin e determinato il conseguente aumento della capitalizzazione di mercato del settore. Fattori che hanno spinto in particolar modo gli investitori retail ad aumentare il numero di transazioni effettuate sulla piattaforma. Al 31 marzo 2021 il volume di trading totale sulla piattaforma ammontava a 335 miliardi di dollari, di cui 120 miliardi da parte di investitori privati⁴¹.

L'annuncio di quotazione pubblica è arrivato in un momento opportuno nel mercato delle criptovalute, definito “bull-run⁴²” o “bull-market”, iniziato negli ultimi mesi del 2020 e che ha raggiunto il picco con l'allora ATH (all-time high) di Bitcoin, al prezzo di \$60.175,94, il 12 aprile 2021 (evidenziato in Figura 1), solo due giorni prima della data prevista per il direct listing.

³⁷ Dati presi dalla prima lettera agli investitori dopo il listing, il 13 maggio 2021.

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000167978821000005/q121shareholderletter.htm>

³⁸ Proprie elaborazioni basate sui dati forniti dalla prima lettera agli investitori dopo il listing, il 13 maggio 2021.

³⁹ Si calcola dividendo i ricavi totali per il totale delle attività.

⁴⁰ Elaborazione del direct listing di Spotify. Da https://thesis.unipd.it/retrieve/5204a97b-6ab4-4569-a4ee-bd2a63d63201/Bruson_Silvia.pdf.

⁴¹ Dati presi dalla prima lettera agli investitori dopo il listing, il 13 maggio 2021.

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000167978821000005/q121shareholderletter.htm>

⁴² Una bull run, o un bull market, si riferisce a un periodo in cui i prezzi di azioni, criptovalute o altri asset aumentano costantemente nel tempo. È caratterizzato dall'ottimismo degli investitori e a una maggiore attività di acquisto. Da: <https://www.coinbase.com/en-it/learn/crypto-basics/what-is-a-bull-or-bear-market> consultato il 22/08/2024.



Figura 1: All-time high per il Prezzo di BTC il 12/04/2021. Si noti che la data in figura è in formato americano, con il mese che precede il giorno. (fonte: CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>)

Come si può vedere confrontando il grafico in Figura 2 con quello seguente in Figura 3, l'andamento della capitalizzazione di mercato totale del settore segue in modo ravvicinato l'andamento del prezzo di BTC e la capitalizzazione di mercato di quest'ultimo costituisce sempre la maggior parte della capitalizzazione totale, inquadrando il prezzo di Bitcoin come un proxy valido per l'andamento dell'intero settore. In sostanza, il Bitcoin è il principale motore del mercato delle criptovalute, che può determinare l'alternarsi di periodi rialzisti e ribassisti.



Figura 2: Andamento del prezzo di BTC dal 2014 alla data odierna 23/08/2024. (Fonte: CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>)

Market Cap Breakdown ⓘ



Figura 3: Andamento capitalizzazione di mercato settore criptovalute. Messa in evidenza dell'impatto della capitalizzazione di mercato di BTC, ETH e delle stablecoin sul totale di mercato. Si noti che la data in figura è in formato americano, con il mese che precede il giorno. (Fonte: CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/charts/>)

Da qui il concetto di “Bitcoin Dominance” che si riferisce alla percentuale della capitalizzazione totale del mercato delle criptovalute detenuta da Bitcoin. Quando la percentuale di “dominio” è in calo e scende sotto al 50%, il dato indica una crescente preferenza per le altcoin rispetto a BTC da parte degli investitori, che potenzialmente suggerisce un aumento di fiducia nel settore e un potenziale mercato rialzista. Una percentuale in aumento invece, quando si attesta stabilmente oltre il 50% indica timore tra gli investitori e un potenziale periodo di mercato ribassista (Iachello, 2023).

Nei mesi antecedenti la quotazione, la percentuale di dominio di Bitcoin ha iniziato a diminuire fino ad attestarsi sul 54,72% a l'11 aprile 2021 (Figura 4), per poi rimanere al di sotto della soglia del 50% in modo continuativo (Figura 5).

04/11/2021

02:00:00 AM

- BTC: 54.72%
- ETH: 12.04%
- USDT: 2.17%
- BNB: 3.56%
- SOL: 0.35%
- Others: 27.16%

Figura 4: Snapshot del dominio di BTC sulle altre criptovalute al 11/04/2021, tre giorni prima della quotazione di Coinbase. Si noti che la data nella figura è nel formato americano con i mesi prima dei giorni (Fonte: CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/charts/>)

Bitcoin dominance

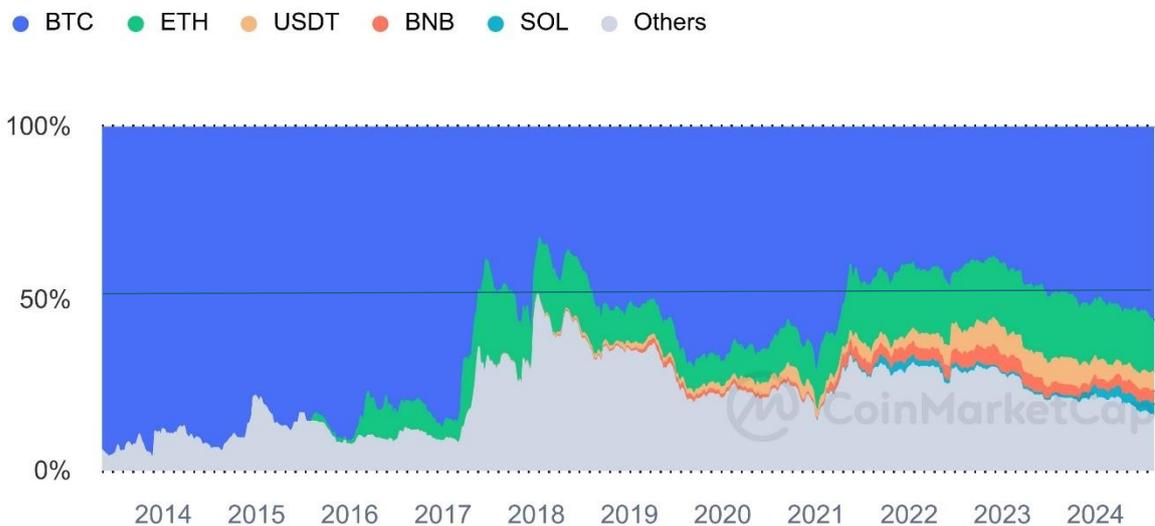


Figura 5: Andamento Bitcoin Dominance nei confronti delle altre criptovalute principali. BTC=Bitcoin, ETH=Ether, USDT=Tether coin, BNB=Binance coin, SOL=Solana. (Fonte CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/charts/>)

3.5 – Analisi delle strategie finanziarie (Processo di quotazione)

3.5.1 - Prima della quotazione

L'offerta al pubblico di Coinbase ha riguardato la rivendita di 114.850.769 azioni ordinarie di Classe A da parte degli azionisti registrati. La decisione di vendere o meno le proprie azioni è stata affidata totalmente agli azionisti interessati, e l'azienda non ha ricevuto alcun provento dall'operazione. È stata la prima e unica borsa di criptovalute a quotarsi pubblicamente, rimarcando la sua dedizione a raggiungere il massimo livello di trasparenza e compliance nei confronti delle autorità regolatorie. Il fatto che Coinbase abbia scelto di procedere a una quotazione diretta invece che a una più tradizionale IPO, rispecchia la sua etica di decentralizzazione e innovazione, evitando il costoso processo di sottoscrizione e permettendo a un maggior numero di investitori privati di acquistare azioni al momento della quotazione (Yeung, 2021).

Esistono due classi di azioni ordinarie nella struttura del capitale di Coinbase: azioni ordinarie di Classe A e azioni ordinarie di Classe B. Le prime danno diritto a chi le detiene ad un singolo voto per azione, mentre le seconde danno diritto ai detentori a venti voti per azione, oltre a essere convertibili in ogni momento in azioni ordinarie di Classe A. Prima di qualsiasi vendita di azioni ordinarie di Classe A, un azionista registrato che detiene azioni ordinarie di Classe B deve convertire le sue azioni ordinarie di Classe B in azioni ordinarie di Classe A. Al momento della pubblicazione del modulo 424B4, gli amministratori, dirigenti esecutivi e azionisti al 5%, e i loro rispettivi affiliati, detenevano circa il 60,5% del potere di voto.

Questa struttura a due classi delle azioni ordinarie ha l'effetto di concentrare il controllo del voto nelle mani dei possessori del maggior numero di azioni di Classe B. Questo permette agli insider di controllare l'esito delle questioni che richiedono l'approvazione degli azionisti anche possedendo una quota significativamente inferiore alla maggioranza delle azioni in circolazione. Questa struttura del capitale è stata creata per garantire che i fondatori e i dirigenti mantengano un forte controllo sull'azienda, nonostante la quotazione pubblica. Al momento della quotazione, Brian Armstrong, in qualità di amministratore delegato, ha mantenuto il controllo del 21,3% delle azioni di Classe B, assicurandosi potere sul CdA fintanto che lui ed entità affiliate detengono la maggioranza del potere di voto di tutte le azioni in circolazione.

Coinbase ha scelto come consulenti finanziari incaricati di seguire il processo di quotazione Goldman Sachs & Co. LLC, indicato come l'addetto ad approvare l'apertura delle negoziazioni al Prezzo Corrente di Riferimento nel giorno della quotazione, J.P. Morgan Securities LLC, Allen & Company LLC, e Citigroup Global Markets Inc. in conformità con le

disposizioni anti-manipolazione delle leggi federali. I loro compiti sono stati di assistenza nella preparazione della dichiarazione di registrazione, la preparazione delle comunicazioni agli investitori e delle presentazioni durante le attività di educazione degli investitori, e la disponibilità a confrontarsi e mediare con il Nasdaq.

La prima bozza della dichiarazione di registrazione (DRS, Draft Registration Statement) è stata consegnata alla SEC il 9 ottobre 2020. Da quel momento alla data di quotazione (14 aprile 2021), la società ha ricevuto diversi commenti e richieste di chiarimenti da parte della SEC riguardo la sua attività, che hanno costretto Coinbase a ripresentare la DRS per altre due volte, e il modulo S-1 per altre tre, fino al modulo S-A/1 del 23 marzo 2021, reso effettivo il primo aprile. Il prospetto 424B4, il documento ufficiale contenente tutte le informazioni definitive, è stato emanato la mattina del giorno della quotazione. Formalmente il processo di quotazione è durato quindi 119 giorni.

Le lettere contenenti i commenti sono reperibili nel database EDGAR del sito ufficiale della SEC. In primo luogo, sono stati richiesti chiarimenti su come determinare se una criptovaluta è una security⁴³ e Coinbase ha risposto con un modello di valutazione che tiene conto di diversi fattori, come “una ragionevole aspettativa di profitto basata su sforzi di altri”, sottolineando la natura dinamica del modello per tener conto dei cambiamenti nei regolamenti giuridici e degli sviluppi tecnologici.

In secondo luogo, è stato richiesto un approfondimento sui servizi di staking, che Coinbase ha definito come non costituenti contratti di investimento, in quanto non soddisfano i requisiti del test di Howey⁴⁴, e come non costituenti attività di intermediazione, in quanto sono disponibili solo per criptovalute che non sono titoli secondo le leggi federali. In sostanza, la preoccupazione della SEC era se Coinbase stesse offrendo titoli non registrati ai propri clienti attraverso i suoi servizi di staking. Coinbase ha sostenuto che i suoi servizi di staking non soddisfano la definizione di titoli e, pertanto, non è tenuta a registrarli.

La SEC ha richiesto anche chiarimenti sul trattamento contabile di “fork⁴⁵” e “airdrop⁴⁶”, compresi quelli non supportati dalla società, che ha ribadito che quelli non

⁴³ Una security è un termine finanziario inglese che tradotto in italiano significa "titolo". Indica un'attività finanziaria negoziabile su un mercato, come la borsa valori (QuiFinanza, 2023).

⁴⁴ Il test di Howey è un criterio usato per capire se un investimento è un contratto d'investimento soggetto a regolamentazione finanziaria (Reiff, 2023), si applica alle criptovalute per stabilire se possono essere considerate titoli digitali. Per superare il test, un investimento deve avere quattro elementi: un investimento di denaro, un'impresa comune, aspettativa di profitto e profitti derivanti da sforzi altrui. Per esempio, Bitcoin o Ethereum non lo superano (Wells, 2022).

⁴⁵ Un fork, letteralmente "biforcazione", accade quando la blockchain di una criptovaluta esistente si divide in due per creare una nuova criptovaluta. I possessori della criptovaluta originale al momento del fork spesso ricevono token della nuova criptovaluta in modo proporzionale a quelli che detenevano. Da <https://it.sharpcoderblog.com/blog/the-basics-of-cryptocurrency-airdrops-and-forks> il 22/08/2024.

⁴⁶ Un airdrop è una distribuzione gratuita di token da parte di un progetto basato su blockchain. Si tratta di un modo per aumentare la consapevolezza e l'adozione del progetto stesso o di ricompensare gli utenti più “fedeli”.

supportati non fanno parte dei propri bilanci, mentre ha fornito informazioni aggiuntive su quelli nel proprio deposito, tra cui una discussione sui potenziali benefici economici futuri e il potenziale impatto sui guadagni e sui flussi di cassa in caso di vendita di queste attività.

La Commissione si è interessata inoltre al ruolo dei consulenti finanziari, in particolare durante la fase di price discovery. La società ha replicato affermando che nonostante un solo consulente sia richiesto dal Nasdaq, possono essere molteplici i consulenti con cui può consultarsi per determinare il prezzo di apertura. Coinbase ha anche chiarito che gli stessi consulenti finanziari durante la fase di price discovery e dopo l'apertura delle negoziazioni, si aspettano di sollecitare ordini di acquisto/vendita per conto dei propri clienti e altri, svolgendo il ruolo di market maker, ma mai per conto della società stessa.

La bozza iniziale del modulo S-1, includeva anche l'intenzione di includere come parte dell'offerta delle azioni ordinarie di Classe T, sotto forma di token. Dopo le preoccupazioni espresse dalla SEC però, Coinbase ha deciso di fare dietrofront e cancellare del tutto la proposta già dal primo emendamento della DRS il 21 dicembre 2020.

Sul Nasdaq Private Market, durante il Q1 del 2021 (fino al 15 marzo 2021), le azioni Coinbase sono state scambiate a un prezzo medio ponderato di \$343,58 l'una, con un minimo e un massimo di \$200 e \$375,01, rispettivamente⁴⁷. Numeri che prospettavano una valutazione totale della società attorno ai 90 miliardi di dollari (Graves, 2021). Il prezzo di riferimento è stato dichiarato a \$250 per azione secondo un avviso emesso dal Nasdaq il giorno antecedente la quotazione, più vicino al prezzo minimo che a quello massimo, ma nessuna azione è stata scambiata a quel prezzo.

3.5.2 - Durante la quotazione

Coinbase Global Inc. si è quotata pubblicamente sul Nasdaq Global Select Market attraverso Direct Listing il 14 aprile 2021, con il simbolo "COIN". Il giorno della quotazione, la fase di price discovery è iniziata con un periodo di dieci minuti, definito "Display Only", durante il quale venditori e acquirenti hanno inserito le loro offerte e richieste direttamente sul Nasdaq. La fase successiva è stata quella del "Pre-Launch", durante il quale il Nasdaq ha calcolato il Current Reference Price, determinandolo come il prezzo a cui il maggior numero di ordini di acquisto e vendita potesse essere abbinato. Dopo che Goldman Sachs (in qualità di consulente finanziario designato da Coinbase) ha dichiarato le azioni "ready to trade" e

Gli airdrop possono essere distribuiti a tutti gli utenti di una blockchain o solo a chi soddisfa determinati criteri. Da <https://it.sharpcoderblog.com/blog/the-basics-of-cryptocurrency-airdrops-and-forks> il 22/08/2024.

⁴⁷ Dal modulo 424B4 inviato alla SEC:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021006850/coinbaseglobalinc424b.htm>

approvato il prezzo corrente di riferimento, il titolo ha iniziato ad essere negoziato regolarmente e gli ordini validati eseguiti al prezzo stabilito.

Nelle cinque importanti quotazioni dirette avvenute alla Borsa di New York (Spotify, Slack, Palantir, Asana e Roblox) il prezzo di apertura è stato in media superiore al prezzo di riferimento di circa il 37% (Levy, 2021b). In questo caso, il prezzo di apertura, determinato tramite la libera offerta e domanda di mercato, è stato di \$381, in rialzo del 52% rispetto al prezzo di riferimento. Mentre il prezzo di chiusura è stato \$328.28, comunque in rialzo del 31% rispetto al prezzo di riferimento. Numeri che hanno dato alla borsa di criptovalute un valore di mercato iniziale di 85,8 miliardi di dollari su base completamente diluita (FDV, Fully Diluted Value⁴⁸), mentre escludendo le opzioni e quote di azioni vincolate (RSU, Restricted Stock Units⁴⁹), la capitalizzazione di mercato di Coinbase ha raggiunto circa 62 miliardi di dollari.

Durante il primo giorno di trading il massimo e il minimo sono stati rispettivamente di \$429,54 e \$310, mentre il volume di azioni scambiate, cioè il numero di transazioni effettuate, è stato pari a 79.734.840 (Figura 6) (Levy, 2021).

Day's Open	\$381.00	Closing Price	\$328.28
Intraday Low	\$310.00	Intraday High	\$429.54
Volume	79,734,840		

Figura 6: Dati del titolo “COIN” alla chiusura del primo giorno di negoziazioni. (fonte: <https://investor.coinbase.com/stock-information/default.aspx>)

Nella prima giornata di negoziazioni, la maggior parte degli insider ha venduto dopo aver convertito le proprie azioni ordinarie di Classe B in azioni ordinarie di Classe A o aver esercitato le stock option a propria disposizione. Nel secondo caso vengono effettuate due operazioni separate: il pagamento del prezzo di esercizio alla società per acquistare le azioni e la successiva vendita delle azioni sul mercato.

⁴⁸ Nei mercati tradizionali il concetto di FDV indica il valore di tutte le azioni in circolazione, più tutte le azioni che potrebbero essere potenzialmente emesse, come opzioni e debito convertibile. Da: <https://www.coinbase.com/it/learn/advanced-trading/what-is-a-fully-diluted-valuation-fdv-in-crypto> consultato il 22/08/2024.

⁴⁹ Le RSU sono un tipo di premio per i dipendenti, attribuiscono al possessore il diritto a ricevere, al termine di un periodo prefissato (c.d. vesting period), un certo numero di azioni dell'azienda senza il pagamento di alcun corrispettivo.

Da: <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/3844145/Risposta+n.+707+del+2021.pdf> consultato il 22/08/2024.

I dati che seguono sono presi dal sito ufficiale della CNBC, più precisamente dalla sezione di “insider activity” di Coinbase⁵⁰, e dai Form 4⁵¹ dei vari insider depositati alla SEC e disponibili nel database pubblico EDGAR. Brian Armstrong, Chairman e CEO⁵², ha venduto per via indiretta attraverso “The Brian Armstrong Living Trust” di cui è il fiduciario, 749.999 azioni totali, di cui 166.667 a \$410,4 l’una, 116.667 a \$391,1 l’una, e 466.665 a \$381 l’una, per un totale di 291.827.965,5 dollari.

Frederick Ehram Ernest III, Co-fondatore e Membro del Consiglio di amministrazione, ha venduto per via indiretta attraverso “The Frederick Ernest Ehram III Living Trust” di cui è fiduciario e “Paradigm Fund, L.P.” il socio accomandatario di Paradigm di cui è CEO, 150.859 azioni ad un range di prezzo tra \$322,285 e \$423 l’una, per un totale di 56,909,399 dollari.

Frederick Wilson, Direttore indipendente principale all’interno del CdA, e la società di venture capital di cui è di cui è co-fondatore, la Union Square Ventures, hanno venduto per via indiretta attraverso “Union Square Ventures 2012 Fund, L.P” e altri sub-funds, 4,702,324 azioni, ad un range di prezzo da \$330.01 a \$388.89 l’una, per un totale di 1,816,768,447 dollari (di cui 1.516.087.542 risultano per via diretta da Union Square Ventures 2012 Fund, L.P): è il disinvestimento più grande tra tutti quelli avvenuti.

Marc Andreessen, Membro del Consiglio di amministrazione, e la società di venture capital di cui è co-fondatore, la Andreessen Horowitz (a16z per gli investimenti relativi alle crypto), hanno venduto per via indiretta tramite diversi “sub-funds” tra cui “Andreessen Horowitz Fund III, L.P.”, “AH Equity Partners III, L.L.C.”, “a16z Seed-III, LLC.”, “AH Parallel Fund III, L.P.”, “CNK Equity Partners I, L.L.C.” e altri, 294.775 azioni ad un prezzo di \$381 l’una, ammontanti a 112.309.275 dollari.

Alesia Haas, CFO⁵³, ha disinvestito per via diretta 255.500 azioni, acquisite il giorno stesso tramite stock option a un prezzo di esercizio di \$6,79 l’una, ad un range di prezzo tra \$381 e \$424.88 l’una, per un totale di 99.320.789 dollari.

Chatterjee Surojit, CPO, ha venduto per via diretta 160.000 azioni, acquisite tramite stock option il giorno stesso ad un prezzo di esercizio di \$18,71, di cui 135.000 a \$381 l’una e 25.000 a \$418 l’una, per un disinvestimento totale di 61.885.000 dollari.

⁵⁰ <https://www.cnbc.com/quotes/COIN?tab=ownership> consultato il 23/08/2024.

⁵¹ Il modulo 4 è un documento richiesto dalla SEC utilizzato per comunicare le variazioni di proprietà delle azioni di una società da parte degli insider (i direttori, gli officer e ogni azionista con più del 10% delle azioni in circolazione). Comprende la tipologia di transazione (acquisto, vendita o esercizio di stock option), la data e l’ammontare della transazione. Da <https://www.sec.gov/files/forms-3-4-5.pdf> consultato il 23/08/2024.

⁵² Chief Executive Officer

⁵³ Chief Financial Officer

Emilie Choi, Presidente e COO⁵⁴, ha venduto per via diretta 551.629 azioni, acquisite tramite esecuzione di stock option il giorno stesso, 50.549 al prezzo corrente di \$6,79 e 501.080 al prezzo corrente di \$18,71, ad un range di prezzo che va da \$319 a \$423 l'una, per un totale di 177.897.058,3 dollari. Per via indiretta ha disinvestito 50.529 azioni tramite "Starvurst Exempt Trust", di cui il coniuge è co-fiduciario, ad un range di prezzo che va da \$359,54 e \$423, per un totale di 21.349.741,7 dollari, per totale complessivo di 199.246.800 di dollari.

Infine, anche Jennifer Jones, CAO⁵⁵, ha disinvestito per via diretta le 110.000 azioni acquisite dall'esecuzione di stock option nello stesso giorno, di cui 105.951 al prezzo di esercizio di \$6.97 e 4.049 a \$23.46 l'una. 60.000 azioni sono vendute a \$381 l'una, 25.000 a \$399 l'una, e le rimanenti 25.000 azioni sono cedute a \$424 l'una, per un totale di 43.435.000 dollari.

Tra gli acquirenti del primo giorno invece, si è distinta la Ark Invest di Cathie Woods, che tramite tre dei suoi ETF ha acquisito 749.205 azioni per un valore approssimativo di 246 milioni di dollari (Huillet, 2021).

3.5.3 - Dopo la quotazione

Nei 20 giorni successivi la quotazione, il prezzo per azione è andato incontro a un forte declino e fluttuazioni: dopo il prezzo di chiusura più alto raggiunto il 16 aprile 2021 a \$342, è stato toccato il minimo ad un prezzo di chiusura di \$291,6 il 23 aprile (Figura 7).

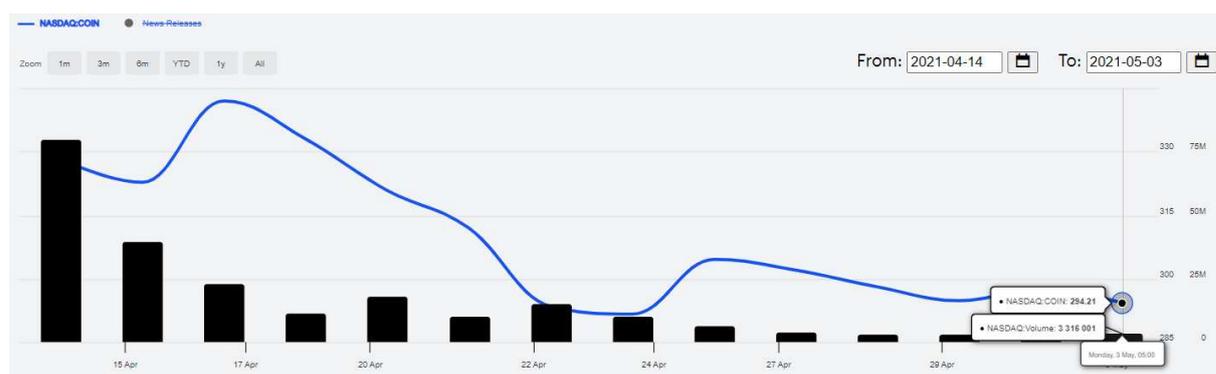


Figura 7: Performance di "COIN" nei primi 20 giorni di negoziazioni (fonte: <https://investor.coinbase.com/stock-information/default.aspx>)

Il grafico seguente, Figura 8, confronta invece il rendimento totale cumulativo per gli azionisti delle azioni ordinarie di Classe A tra il 14 aprile 2021 (data della quotazione sul

⁵⁴ Chief Operating Officer

⁵⁵ Chief Accounting Officer

Nasdaq Global Select Market) e il 31 dicembre 2021, con il rendimento totale cumulativo nello stesso periodo di diversi indici: il Nasdaq Composite⁵⁶, il Nasdaq U.S. Benchmark Financial Services e il S&P North American Technology⁵⁷. Il grafico ipotizza l'investimento di cento dollari e il reinvestimento degli eventuali dividendi. Da sottolineare che Coinbase non ha mai distribuito dividendi e non ha intenzione di farlo in futuro. Come si può notare il rendimento delle azioni di Coinbase è rimasto costantemente al disotto dei rendimenti degli altri indici di mercato per tutta la durata del periodo di osservazione.

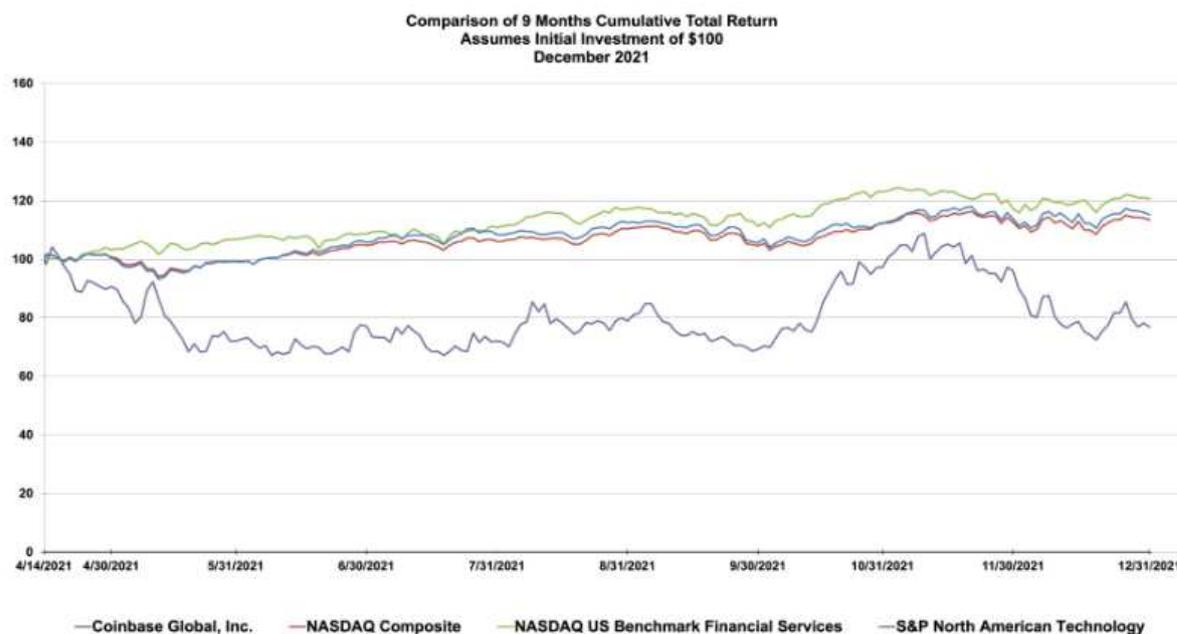


Figura 8: Performance di "COIN" rispetto a vari indici di mercato (fonte: 10-K report 2021, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000167978822000031/coin-20211231.htm>)

Dal giorno della quotazione, infatti, l'andamento del prezzo delle azioni COIN è stato sostanzialmente negativo. Com'è evidente dalla Figura 9 sottostante, il 2022 ha segnato una decisa discesa dei prezzi delle azioni, raggiungendo il minimo di \$32.52 il 28 dicembre 2022. Dalla fine del 2023 il prezzo ha visto un rialzo abbastanza costante fino a rimanere più o meno stabilmente al di sopra della soglia dei \$200 da marzo 2024.

⁵⁶ Si tratta di un indice azionario che raggruppa tutte le società quotate sulla borsa valori statunitense Nasdaq, il che lo rende un buon indicatore della performance complessiva del mercato azionario tecnologico statunitense (Tretina, 2023).

⁵⁷ Si tratta di un indice di riferimento del mercato azionario che misura la performance delle aziende tecnologiche quotate in borsa sia negli Stati Uniti che in Canada. <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-north-american-technology-sector-index/>



Figura 9: Performance di "COIN" dal primo giorno di quotazione ad oggi 23/08/2024. (Fonte: Yahoo Finance <https://it.finance.yahoo.com/quote/COIN/chart/>)

Il crollo è in maggior parte dovuto al bear market sperimentato nel settore delle criptovalute, guidato da un netto calo del prezzo di Bitcoin, mostrato nella sottostante Figura 10. I due grafici in Figura 9 e 10 infatti mostrano un andamento fondamentale identico: con picchi nel 2021, una discesa drastica attraverso il 2022, segnali di ripresa ed inversione di tendenza dalla fine del 2023, e nuovi picchi nei primi mesi del 2024.



Figura 10: Andamento del prezzo di BTC da aprile 2021 ad agosto 2024. (Fonte: CoinMarketCap <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>)

Questa situazione è andata ad inficiare direttamente la maggior fonte di ricavi dell'azienda, cioè le commissioni sulle transazioni, tramite il crollo dei prezzi delle criptovalute

supportate sulla piattaforma di scambio e di conseguenza il numero di transazioni effettuate dagli utenti. Il 2022 è stato infatti il peggior anno dal punto di visto finanziario per Coinbase, in cui i ricavi totali sono crollati del 59%, registrando una perdita netta di 2.62 miliardi di dollari (Figura 11).

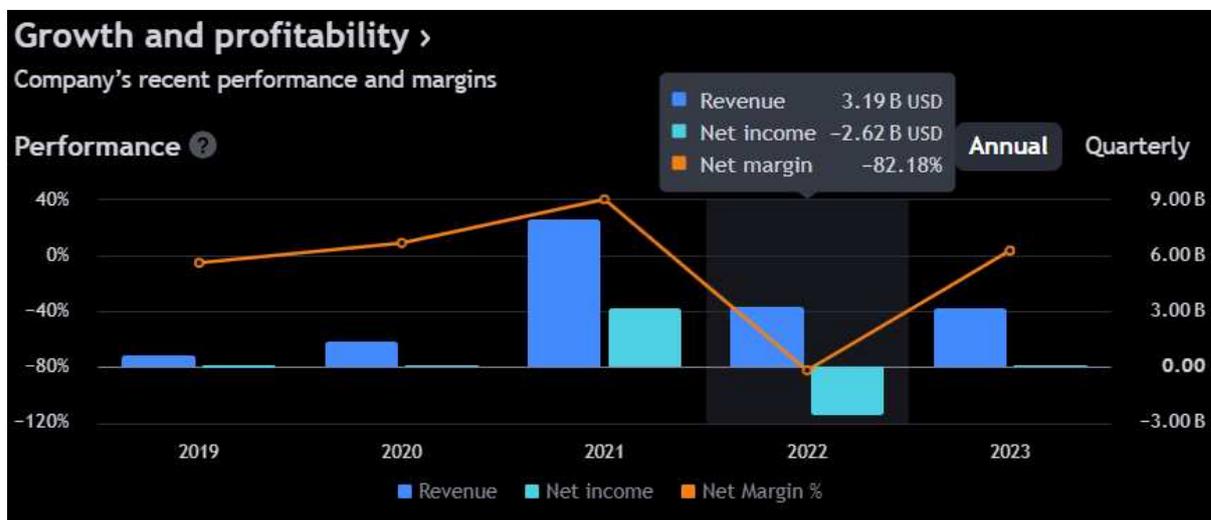


Figura 11: Andamento dei ricavi, utile netto, e margine netto sui ricavi dal 2019 al 2023. (Fonte: TradingView)

Dati negativi che non sono però un caso isolato. Oltre a Coinbase, ci sono diverse società pubbliche di crypto mining che a loro volta, dato il modello di business, sono fortemente influenzate dalla volatilità del mercato delle criptovalute. Tra queste, ne sono state prese in considerazione quattro quotate al Nasdaq: Marathon Digital Holdings, con il simbolo “MARA”, Riot Platforms, con il simbolo “RIOT”, Hut 8 Corporation, con il simbolo “HUT”, e Hive Digital Technologies, con il simbolo “HIVE”.

Nello snapshot sottostante (Figura 12), sono state messe a confronto le performance dei prezzi delle loro azioni dal 14 aprile 2021 (data direct listing di Coinbase) ad agosto 2024. Le righe rosse che dividono il grafico in quattro parti sono state inserite per rendere più immediata l'andamento dei prezzi nei vari anni. Le aziende sono state confrontate su scala logaritmica, per escludere le distorsioni dovute alla grande differenza di prezzo per azione tra Coinbase e le altre società. Con questo metodo si può notare come tutte le aziende siano state inevitabilmente colpite dal declino nel settore delle criptovalute in modo percentualmente simile. Infatti, i grafici logaritmici mostrano la differenza di variazione percentuale tra i prezzi, dando importanza relativa a cambiamenti di prezzo lineari identici⁵⁸.

⁵⁸ Da <https://it.tradingview.com/chart/TSLA/mCCBZ8cd/> consultato il 23/08/2024.



Figura 12: Andamento prezzi delle azioni di COIN (in blu), MARA (in fucsia), HUT (in verde), RIOT (in viola) e HIVE (in rosso) su scala logaritmica dal 2021 al 2024. (Fonte: Elaborazione personale su TradingView <https://www.tradingview.com/x/oSVnHPNB/>).

Nonostante le difficoltà riscontrate, molti fondi d'investimento hanno deciso di acquistare numerose azioni della piattaforma di scambio di criptovalute sul mercato secondario nei mesi e anni successivi alla quotazione. Al 29 giugno 2024, gli investitori istituzionali possiedono il 56.12% delle azioni totali mentre gli insider detengono solo il 2,4%.

Tra i maggiori azionisti istituzionali figurano Vanguard Group Inc. con circa 17.66 milioni di azioni per un valore di circa 3,66 miliardi di dollari, FMR (Fidelity Investments), con circa 11 milioni di azioni per un valore di circa 2.28 miliardi di dollari e BlackRock Inc., che possiede 10,98 milioni di azioni per un valore complessivo di 2,27 miliardi di dollari⁵⁹. Il Vanguard Group figura anche nel "proxy statement" per l'assemblea annuale degli azionisti del 14 giugno 2024, come azionista sopra al 5% e intitolato a detenere una percentuale del potere di voto, pari all'1,3%.

Nonostante questo, si può notare come la struttura a due classi di azioni ordinarie abbia funzionato come sperato dalla società. Il potere di voto è infatti rimasto saldamente nelle mani del CEO Brian Armstrong, con il 52%, e del co-fondatore Fred Ehrsam, con il 30,4%, grazie al gran numero di azioni ordinarie di Classe B detenute dai due⁶⁰.

Secondo Refinitiv Eikon, negli ultimi 12 mesi l'azienda vanta un trailing P/E di 34, superiore alla media del settore Blockchain & Cryptocurrency (9,3), un ROE del 21,3% in

⁵⁹ Da <https://it.finance.yahoo.com/quote/COIN/holders/> consultato il 23/08/2024.

⁶⁰ Dal proxy statement per l'assemblea annuale degli azionisti del 14 giugno 2024: https://s27.q4cdn.com/397450999/files/doc_events/2024/Jun/14/coinbase-global-inc-2024-def-14a-proxy-as-filed.pdf.

crescita del 38,1% ma inferiore alla media di settore (27.2%), ricavi per 4,7 miliardi, pari a circa la metà del totale del settore (9,7 miliardi), e margine lordo e operativo del 86,7% e 21.1%, in crescita rispettivamente del 2,8% e del 117% e superiori alla media del settore, mentre un margine netto pari al 25.7%, in crescita del 83,5% ma comunque inferiore alla media del 55,7% del settore di riferimento.

4. Conclusioni finali

In questa prova finale, nella prima parte è stato trattato cosa significa quotarsi in borsa e passare da un'azienda privata ad una pubblica basandosi sulla letteratura accademica. Sono state esplorate brevemente le motivazioni che spingono le aziende a intraprendere tale percorso e il processo di IPO tradizionale, approfondendo invece la procedura di quotazione tramite Direct Listing e quali rischi e vantaggi lo accompagnano.

In particolare, secondo gli studi di Brau e Fawcett (2006) e Iannotta (2010), oltre al tradizionale accesso al capitale (Ritter et. al, 1998), esistono altre motivazioni importanti che inducono le aziende a desiderare l'apertura al mercato pubblico, come la necessità di far disinvestire gli azionisti e i primi investitori, l'utilizzo delle azioni come valute in operazioni di acquisizione o l'aumento di visibilità che ne consegue. Inoltre, è stato sottolineato come per le aziende che gestiscono criptovalute, la quotazione, sia un passo molto importante per aumentare la propria credibilità e trasparenza, oltre che per conformarsi ai regolamenti delle autorità in materia, nonostante la ancora poca chiarezza e omogeneità a livello internazionale.

Per quanto riguarda i principali processi di quotazione, in accordo agli studi di Brown, Byard and Suh (2024) ed Horton (2019), le Offerte Dirette sono risultate più adatte ad aziende solide, con un forte marchio sul mercato, e che abbiano già acquisito importanti finanziamenti privati, in quanto la mancanza di emissione di nuove azioni e di sottoscrittori rendono tali operazioni adatte per liquidare gli investitori iniziali a basso costo, ma soggette a maggiore volatilità e incertezza. Al contrario le Offerte Iniziali permettono anche ad aziende più piccole o con marchi meno conosciuti di raccogliere capitali in modo più sicuro sebbene ad un costo più elevato.

Nella seconda parte, lo studio del caso della quotazione di Coinbase ha fornito un esempio pratico delle dinamiche trattate nella revisione teorica, rappresentando come una società di criptovalute possa utilizzare la quotazione come mezzo per consolidare la fiducia pubblica e la propria posizione di mercato.

Per Coinbase, la scelta del Direct Listing è stata un mezzo per bilanciare trasparenza e controllo evitando i costi e le restrizioni tipiche delle IPO tradizionali. La motivazione

principale alla quotazione risultata dall'analisi dei prospetti è stata quella di permettere ai propri azionisti di monetizzare i propri investimenti iniziali o le proprie stock-option, pur mantenendo il controllo societario tramite una struttura a due classi azionarie con differenti diritti di voto pensata appositamente.

La situazione finanziaria aziendale pre-quotazione si presentava come molto buona, con elevati profitti sostenuti già nel 2020 e nel primo trimestre 2021, differenziandosi in questo da molte aziende definite “unicorns” che si avvicinano alla quotazione. Inoltre, l'azienda ha beneficiato di un settore delle criptovalute in crescita al momento della quotazione.

La performance azionaria post-quotazione e negli anni successivi invece, ha evidenziato una forte correlazione con la performance del settore delle criptovalute, che è andata peggiorando fino ad inizio 2024, trascinando con sé l'azienda in un declino condiviso da altre società quotate che gestiscono criptovalute. Il modello di business è risultato ancora troppo vincolato alle commissioni applicate alle transazioni effettuate sulla propria piattaforma e quindi debole nei periodi di mercato ribassista, nonostante l'offerta di diversi servizi ad iscrizione. Inoltre, la grande volatilità del prezzo delle azioni nei primi 20 giorni dopo l'inizio delle negoziazioni, ben \$119,54 di differenza tra il massimo e il minimo raggiunti, conferma quanto evidenziato dagli studi di Brown, Byard and Suh (2024) ed Horton (2019) riguardo ai rischi del Direct Public Offering.

L'analisi complessiva ha dimostrato che le caratteristiche dell'azienda, gli obiettivi strategici e il contesto di mercato sono importanti nella scelta del metodo di quotazione. L'esperienza di Coinbase ha mostrato i pro e i contro di un approccio innovativo alla quotazione pubblica, fornendo informazioni importanti per altre piattaforme di scambio di criptovalute o aziende tech che considerano l'accesso ai mercati pubblici.

Appendice

Approfondimenti teorici

Motivazioni alla quotazione

Iannotta (2010), fa una panoramica delle motivazioni che spingono le aziende a quotarsi in borsa e afferma che la ragione principale è probabilmente per ottenere liquidità. Dal punto di vista dell'impresa, attraverso una IPO di successo, le aziende sono in grado di far affluire una grande quantità di capitale nelle casse dell'azienda, raccogliendo il patrimonio necessario per finanziare la propria crescita senza creare ulteriore debito. La nuova iniezione di capitale ottenuta attraverso il mercato azionario offre infatti una buona alternativa per sostenere l'espansione delle attività aziendali, per potenziare la ricerca e lo sviluppo, per finanziare nuovi progetti, per monetizzare i propri investimenti o per migliorare la struttura finanziaria dell'azienda incrementando la propria affidabilità creditizia.

Anche dal punto di vista degli azionisti, la liquidità è un fattore chiave nella decisione di quotarsi in borsa. Ad esempio, l'IPO di un'impresa potrebbe essere una valida strategia per gestire la successione della prima generazione imprenditoriale, se la seconda non è disponibile o disposta a gestire l'impresa. In questo caso si tratta quindi di un modo per i fondatori di vendere l'azienda. Per le società di private equity si tratta di una delle strategie di uscita preferite, ovvero un modo per incassare i propri investimenti. Inoltre, anche quando l'azionista principale è un governo o istituzione pubblica, una IPO significa privatizzazione e iniezione di liquidità (Iannotta, 2010).

Per massimizzare il valore ottenuto, un'azienda può valutare contemporaneamente la vendita privata, ricercando potenziali acquirenti, e l'IPO, portando avanti la preparazione necessaria. Questa pratica è nota come “dual-track process”, una strategia che consente di valutare tutte le opzioni di uscita migliori ma che allo stesso tempo comporta costi, sforzi e impegni maggiori (Iannotta, 2010).

Iannotta (2010) include anche altre tre motivazioni non prettamente inerenti alla liquidità. La prima è per ottenere valuta di acquisizione. In ambito di fusioni e acquisizioni, infatti, il pagamento può avvenire in “cash” o tramite azioni dell'impresa acquirente. Quest'ultime però devono essere quotate in modo che possano essere liquidate in qualsiasi momento e che sia disponibile una valutazione pubblica. La seconda riguarda l'acquisizione di reputazione e di un'immagine positiva nei confronti degli investitori assicurati dal fatto che le imprese pubbliche devono sottostare a controlli e requisiti di disclosure stringenti. La terza è la

possibilità di offrire al management piani di incentivazione basato sulla performance, come “le stock-option” (Iannotta, 2010).

In aggiunta, Brau e Fawcett (2006) hanno svolto un sondaggio rivolto a 336 CFO (Chief Financial Officer⁶¹), ai quali sono stati in grado di proporre dieci diverse possibili motivazioni per la quotazione in borsa basate su diverse assunzioni citate di seguito. Molte teorie riguardanti le diverse motivazioni per le quali le aziende prendono la decisione di passare da private a pubbliche, partono dal presupposto che i mercati siano efficienti e che i manager mirino a massimizzare il valore dell'azienda (Brau e Fawcett, 2006). Date queste premesse, la ragione principale per cui le società si quotano in borsa è quella di raccogliere capitali per finanziare opportunità di investimento, e di raccogliere tali capitali in modo da ridurre al minimo il costo medio ponderato del capitale⁶² della società (Scott, 1976) (Modigliani e Miller, 1963). Un'ulteriore teoria, nota come teoria dell'ordine gerarchico⁶³, suggerisce che gli insider conducono le IPO per ottenere l'accesso al capitale solo dopo che le altre fonti di capitale più economiche, come l'autofinanziamento e il debito, sono state esaurite (Myers e Majluf, 1984).

I CFO hanno poi valutato quali delle motivazioni proposte fossero le più importanti, ottenendo il seguente ordine:

1. Creare azioni pubbliche da utilizzare per acquisizioni future.
2. Stabilire un prezzo/valore di mercato per l'azienda.
3. Migliorare la reputazione dell'azienda.
4. Ampliare la base di proprietà.
5. Consentire a uno o più mandanti di diversificare le partecipazioni personali.
6. Ridurre al minimo il costo del capitale.
7. Consentire agli investitori di capitale di rischio (VC) di monetizzare.
8. Attirare l'attenzione degli analisti.
9. L'azienda ha esaurito i fondi di private equity.
10. Il debito è diventato troppo oneroso.

⁶¹ Il direttore finanziario è un dirigente di alto livello, spesso la posizione finanziaria più elevata e la terza posizione più alta in un'azienda. Si occupa di tutto ciò che riguarda il flusso di cassa, la pianificazione finanziaria e le questioni fiscali. Da <https://www.investopedia.com/terms/c/cfo.asp> consultato il 09/08/2024.

⁶² Il costo medio ponderato del capitale (CMPC, o WACC in inglese) rappresenta il costo del capitale fornito sia a titolo di debito sia a titolo di capital proprio. È una misura che riflette la rischiosità dell'intera operatività d'azienda, e quindi dei suoi investimenti complessivi. Da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/costo-medio-ponderato-del-capitale.html> consultato il 09/08/2024.

⁶³ Gerarchia nella scelta delle modalità di finanziamento delle imprese da parte degli azionisti di controllo e dei manager da loro scelti, per ridurre il costo del finanziamento. Da [https://www.treccani.it/enciclopedia/pecking-order_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/pecking-order_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/) consultato il 09/08/2024.

L'indagine ha rivelato che la motivazione principale per la quotazione in borsa è facilitare le acquisizioni. Creando azioni pubbliche, infatti, le aziende possono utilizzare queste come "valuta" per acquisire altre società in accordi azionari. Questa motivazione, indicata anche da Iannotta (2010) come evidenziato nel paragrafo precedente, ha superato le spiegazioni più tradizionali, come per esempio la riduzione del costo del capitale o il bisogno di liquidità.

È interessante spiegare la motivazione "Attirare l'attenzione degli analisti". Si basa sullo studio di Bradley, Jordan e Ritter (2003) che dimostra come le raccomandazioni degli analisti sono spesso distorte verso l'alto dopo un'IPO (indicazioni di "buy" o "strong-buy") per il 76% delle aziende. La copertura degli analisti può quindi motivare un'impresa a condurre un'IPO. Inoltre, molti CFO di imprese "high-tech" hanno rivelato di considerare l'IPO più come una mossa strategica per migliorare la reputazione che come una decisione di finanziamento (Brau e Fawcett, 2006).

Processo di IPO tradizionale

Underwriters e due diligence

Il processo di un'offerta pubblica iniziale tradizionale negli Stati Uniti è tipicamente supervisionato da una o più banche d'investimento, note come sottoscrittori, che svolgono un ruolo significativo nel garantire un processo di quotazione ordinato (Brown, Byard and Suh, 2024). Per questo motivo la prima scelta per la compagnia emittente nella procedura di quotazione pubblica è quella di decidere i sottoscrittori. Tra gli esempi di sottoscrittori famosi, detti "underwriters", con grandi quote di mercato di IPO, figurano, oltre alle grandi società di investment banking come Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase, Morgan Stanley e Merrill Lynch, cinque società specializzate in IPO: BT Alex. Brown, Hambrecht & Quist, BankAmerica Robertson Stephens, NationsBank Montgomery e Friedman, Billings, Ramsey Group (Ritter *et al.*, 1998).

L'azienda che ha intenzione di quotarsi, generalmente sceglie un "lead underwriter", quindi un sottoscrittore principale, sulla base della sua esperienza, in particolar modo con le IPO dello stesso settore di competenza. Scegliere gli underwriters giusti è fondamentale, in quanto una maggiore copertura da parte di più analisti influisce positivamente sulla domanda per il titolo emesso. Questo anche perché raramente le banche d'investimento competono offrendo sconti di sottoscrizione inferiori o spread lordi (Ritter *et al.*, 1998). Lo "spread" è la differenza tra il prezzo a cui l'underwriter acquista le azioni dall'azienda emittente e il prezzo a cui le rivende al pubblico al momento della quotazione. Per tutti i servizi offerti, gli underwriters applicano una commissione per azione, che può raggiungere mediamente il 7%

(Horton, 2019). Percentuale che può scendere fino al 4%⁶⁴ grazie ad effetti di scala nel caso di un elevato valore complessivo delle azioni emesse ed un conseguente elevato numero di sottoscrittori. Le due cose sono correlate, infatti più il valore di un IPO è grande più sarà necessario l'aiuto di molteplici underwriters nel gestire e coordinare il processo di quotazione. Questo significa che una discreta parte dei proventi realizzati tramite l'offerta pubblica va a compensare gli intermediari (Seth, 2022).

Prima che il processo abbia inizio, è altrettanto importante che la società si prepari per consentire un processo di IPO più agevole; ciò può includere la preparazione dei bilanci, la revisione contabile, la revisione legale dei documenti e, nondimeno, la creazione di un'immagine positiva sul mercato (Deloitte, n.d.). Nel periodo precedente la quotazione, i sottoscrittori conducono un'approfondita “due diligence” sull'impresa che intende quotarsi in borsa: le imprese in IPO devono collaborare e fornire ai sottoscrittori tutte le informazioni pertinenti richieste. I sottoscrittori hanno contatti anche con importanti stakeholder come il management, i fornitori, i venture capital e così via (Brown, Byard and Suh, 2024).

L'azienda, coadiuvata dai sottoscrittori scelti, compila poi il “Form S-1”, da consegnare attraverso il sistema per presentare i moduli online EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) della SEC (Security Exchange Commission), ossia l'organo controllore della borsa statunitense. Questo modulo è richiesto ad ogni società con sede negli Stati Uniti che ha intenzione di quotarsi in una borsa nazionale, mentre agli emittenti stranieri di titoli negli Stati Uniti, viene richiesta una sua variante, il “Form F-1”. Il modulo S-1 è fondamentalmente una dichiarazione di registrazione richiesto dal “*Securities Act of 1933*”⁶⁵, contenente un prospetto con informazioni su: operazioni commerciali, uso previsto dei proventi, totale previsto dei proventi, prezzo per azione, descrizione del management, dell'attuale modello di business e della concorrenza, condizioni finanziarie, percentuale di vendita dell'azienda da parte dei singoli titolari e informazioni sui sottoscrittori. In caso di necessità o richiesta di modifiche da parte della SEC, l'emittente deve presentare il modulo S-1/A (Kenton, 2022).

Marketing e Roadshow

Una volta chiariti tutti i commenti potenzialmente significativi della SEC riguardo la documentazione inviata, ma prima della dichiarazione di efficacia della registrazione, comincia una fase di marketing intensiva, detta “roadshow”, durante il quale i dirigenti dell'azienda,

⁶⁴ Da <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html> consultato il 09/08/2024.

⁶⁵ <https://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp>

accompagnati dai rappresentanti delle banche d'investimento, incontrano potenziali investitori istituzionali e analisti in un tour di diverse città considerate centri finanziari importanti (Deloitte, n.d). Qui conducono una serie di presentazioni e di incontri faccia a faccia con i probabili acquirenti più importanti, come i “mutual funds” (fondi comuni di investimento). Quest’ultima è la modalità più apprezzata dagli investitori, in quanto consente di evitare il “free riding”⁶⁶ sulle informazioni ottenute.

Solitamente queste operazioni richiedono qualche settimana, a seconda della dimensione dell’IPO. Sostanzialmente le presentazioni non aggiungono informazioni sull'azienda che il prospetto non contenga già, ma servono a creare interesse per l'offerta e a raccogliere informazioni preziose sugli investitori stessi e sulle loro sensazioni riguardo la quotazione (Bruson, 2019, si veda Jenkinson and Ljungqvist, 2001). Il roadshow è infatti stato concepito per dare slancio all'offerta e dovrebbe terminare poco prima della successiva fase di pricing (Deloitte, n.d).

Oltre al roadshow, le società emittenti e le banche d'investimento hanno anche altre alternative per commercializzare un'IPO, come l'informazione alla stampa e la pubblicità. La campagna di marketing è fondamentale e "determinerà il successo o il fallimento dell'IPO" (Kuhn, 1990, p. 269).

Pricing - Determinazione del prezzo

Il pricing di un'IPO è "in parte arte e in parte scienza" (Iannotta, 2010). La parte scientifica si basa sui metodi di valutazione dell’azienda mentre l'arte consiste nel determinare l'interesse del mercato per l'offerta (Iannotta, 2010). Si tratta di una procedura complessa che mira a bilanciare i potenziali profitti massimi per l'azienda emittente con un prezzo interessante per gli investitori. In linea di massima, la valutazione delle IPO non è diversa da quella delle altre azioni. Si possono utilizzare i comuni approcci del “discounted cash flow analysis” (analisi del flusso di cassa scontato, DCF) e dell'analisi delle imprese comparabili. In pratica però, poiché molte IPO sono costituite da giovani aziende in crescita in settori ad alta tecnologia, le informazioni contabili storiche sono di scarsa utilità per proiettare gli utili o i flussi di cassa futuri, e in alcuni casi può essere difficile trovare delle imprese quotate in borsa dello stesso ramo di attività (Ritter et al., 1998).

Esistono tre meccanismi principali per la determinazione del prezzo e la distribuzione dei titoli: prezzo aperto (book-building), prezzo fisso e aste. Nelle offerte a prezzo aperto, la

⁶⁶ “Il free riding si verifica quando un'impresa (o un individuo) beneficia delle azioni e degli sforzi di un'altra senza pagarne o dividerne i costi”. Da <https://www.concurrences.com/en/dictionary/Free-riding> consultato il 10/08/2024.

banca d'investimento sonda l'interesse dei potenziali investitori e poi fissa un prezzo d'offerta. Nelle offerte a prezzo fisso, invece, il prezzo di offerta viene fissato prima della presentazione delle richieste di azioni. Nelle aste il prezzo di compensazione del mercato viene fissato dopo la presentazione delle offerte (Iannotta, 2010).

Il metodo del book-building è il più comunemente utilizzato specialmente nelle IPO statunitensi, e inizia già durante il roadshow o subito dopo la sua chiusura. Il sottoscrittore principale divulga agli investitori istituzionali un prospetto preliminare, contenente un intervallo indicativo del prezzo dell'offerta. Una volta registrato chi è interessato a comprare quante azioni e a quale prezzo, tramite offerte non vincolanti, viene creata una sorta di curva di domanda. Basandosi su queste informazioni, la società e la banca d'investimento si accordano su un prezzo iniziale di offerta e sul numero di azioni da immettere sul mercato. Solitamente questa decisione viene presa durante una riunione la mattina del giorno in cui ci si aspetta che la SEC autorizzi l'offerta e renda l'IPO "effettiva". A questo punto la banca d'investimento leader deve vendere tutte le azioni dell'emissione a un prezzo non superiore al prezzo d'offerta che è stato fissato (Ritter *et al.*, 1998) (Iannotta, 2010).

Questo processo va in contrasto rispetto a quanto accade in altri paesi dove il numero di azioni da emettere e il loro prezzo è fissato a priori. Nel suo studio, Ritter (1998), raccoglie evidenze internazionali secondo le quali i Paesi che utilizzano offerte a prezzo fisso hanno in genere un underpricing maggiore rispetto ai Paesi che utilizzano procedure di book-building.

Dopo che la quotazione in borsa è stata completata, la società sarà soggetta a molteplici requisiti di rendicontazione e governance. Tra le altre cose, la SEC richiede a tutte le società quotate in borsa la costituzione di un consiglio di amministrazione e la produzione di relazioni periodiche annuali sulla loro performance finanziaria, i "Form 10-K⁶⁷" (Seth, 2022).

Effetti della disclosure dell'utilizzo previsto dei proceeds

Riguardo le informazioni sull'uso previsto dei profitti, nonostante queste siano richieste dalle regole ufficiali della SEC, l'emittente azionario può soddisfare questo requisito sia fornendo dettagli molto specifici, per esempio in un tentativo di ridurre il fenomeno dell'underpricing (si veda Beatty and Ritter, 1986), che fornendo una panoramica vaga, per esempio a causa del timore che rivelare in dettaglio ciò che si intende fare con la liquidità possa rendere pubbliche informazioni strategiche e compromettere la posizione competitiva

⁶⁷ Alcune delle informazioni che una società è tenuta a documentare nel 10-K includono la sua storia, la struttura organizzativa, i bilanci, gli utili per azione, le società controllate, i compensi dei dirigenti e qualsiasi altro dato rilevante. Da <https://www.investopedia.com/terms/1/10-k.asp> consultato il 07/08/2024.

dell'azienda o limitarne la flessibilità. Per questo motivo, la specificità delle informazioni fornite è considerata di natura volontaria (Leone, Rock and Willenborg, 2007).

Sempre Leone, Rock e Willenborg (2007), nel loro lavoro documentano una significativa associazione inversa tra la divulgazione volontaria di informazioni specifiche riguardo all'uso previsto dei proventi e l'underpricing. Correlazione inversa che è molto forte soprattutto nel caso di IPO con sottoscrittori leader di maggior prestigio. Questa è un'evidenza molto importante in quanto l'underpricing è considerato uno dei costi principali del processo di raccolta di capitale iniziale. Infatti, se il prezzo di chiusura di un'azione nel suo primo giorno di negoziazione riflette ragionevolmente il prezzo che l'emittente avrebbe potuto offrire, allora l'underpricing rappresenta un costo del capitale azionario iniziale (Leone, Rock and Willenborg, 2007).

Inoltre, Amor e Kooli (2017), hanno raccolto manualmente i dati da un campione di 1140 IPO dal 1996 al 2012 rilevando che le IPO che dichiarano il ripagamento del debito come uso principale dei proventi mostrano le peggiori performance azionarie e operative a lungo termine e un rischio di fallimento significativamente elevato. Al contrario, quelle che indicano gli investimenti come uso dei proventi tendono ad avere prestazioni operative stabili e maggiori probabilità di sopravvivenza a lungo termine. Questo è spiegato dagli autori in quanto le IPO che dichiarano il rimborso del debito come uso primario dei proventi possono essere considerate dal mercato come operazioni opportunistiche. Ciò implica che queste imprese potrebbero seguire l'ipotesi del tempismo di mercato e cercare di sfruttare le valutazioni azionarie gonfiate emettendo azioni quando i loro titoli sono sopravvalutati per rifinanziare il loro debito. Di contro, le aziende che dichiarano investimenti specifici segnalano invece potenziali opportunità di crescita, portando a una reazione più favorevole del mercato (Amor e Kooli, 2017).

Su questo tema si sono espressi anche Ahmad-Zaluki e Badru (2020), analizzando le IPO nella borsa malese dal 2005 al 2015 per comprendere come l'uso previsto dei fondi raccolti dichiarato nel prospetto influenzi i rendimenti iniziali delle azioni. I risultati confermano le scoperte dello studio sopracitato ma inseriscono una suddivisione all'interno degli usi previsti dei profitti per le opportunità di crescita aziendali tra spese in conto capitale (CAPEX) e ricerca e sviluppo (R&S): l'uso previsto dei proventi dell'IPO per le CAPEX è associato positivamente ai rendimenti iniziali dell'IPO, mentre la R&S è associata negativamente ai rendimenti iniziali dell'IPO (Ahmad-Zaluki e Badru, 2020).

Bibliografia e sitografia

About CII (no date). <https://www.cii.org/about>.

Ahmad-Zaluki, N.A. and Badru, B.O. (2020) 'Intended use of IPO proceeds and initial returns,' *Journal of Financial Reporting & Accounting*, 19(2), pp. 184–210.
<https://doi.org/10.1108/jfra-12-2019-0172>.

Alon-Beck, A., Rapp, R.N. and Livingstone, J. (2020) 'Investment Bankers as Underwriters: Barbarians or Gatekeepers? a Response to Brent Horton on Direct Listings,' *SSRN Electronic Journal [Preprint]*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3708848>.

Amor, S.B. and Kooli, M. (2017) 'Intended use of proceeds and post-IPO performance,' *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, pp. 168–181.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.09.001>.

Amure, T.O. (2024) *Hot Wallet vs. Cold Wallet: What's the Difference?*
<https://www.investopedia.com/hot-wallet-vs-cold-wallet-7098461>.

Beatty, R.P. and Ritter, J.R. (1986) 'Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings,' *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), pp. 213–232.
[https://doi.org/10.1016/0304-405x\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405x(86)90055-3).

Brau, J.C. and Fawcett, S.E. (2004) 'Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice,' *Social Science Research Network [Preprint]*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.530924>.

Brau, J.C. and Fawcett, S.E. (2006) 'Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications,' *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), pp. 107–117. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00103.x>.

Brown, A.B., Byard, D. and Suh, J. (2024) 'A comparison of direct listings and IPOs,' *Contemporary Accounting Research [Preprint]*. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12940>.

BRUSON, S. (2019) *UNDERPRICING AND DIRECT PUBLIC OFFERINGS: THE SPOTIFY DIRECT LISTING CASE, DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI*.
thesis.

- Caponera, A. and Gola, C. (2019) *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività», Questioni Di Economia E Finanza (Occasional Papers) Banca D'Italia, Servizio Regolamentazione E Analisi Macroprudenziale. journal-article.*
- Carlson, D. (2024) *Britannica money.* <https://www.britannica.com/money/financial-market-regulators>.
- Chemmanur, T.J. and Fulghieri, P. (1999) 'A theory of the Going-Public decision,' *Review of Financial Studies/ the æ Review of Financial Studies*, 12(2), pp. 249–279.
<https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.249>.
- Chen, J. (2024) *Bear Market Guide: Definition, Phases, Examples & How to Invest During One.* <https://www.investopedia.com/terms/b/bearmarket.asp>.
- Chrimorrisiam (2024) 'Coinbase Business Model — Know How it Generates Revenue?,' *Medium*, 5 January. <https://medium.com/cryptocurrency-scripts/coinbase-business-model-a5a9cef22485>.
- Coinbase (2021) *Coinbase Direct Listing Discussion.*
<https://www.youtube.com/watch?v=FuqjklLSCY>.
- CoinMarketCap (2022a) *Centre (Consortium) definition.*
<https://coinmarketcap.com/academy/glossary/centre-consortium>.
- CoinMarketCap (2022b) *Circle definition.*
<https://coinmarketcap.com/academy/glossary/circle>.
- Come e perché usare i grafici logaritmici su NASDAQ:TSLA di TradingView — TradingView (no date). <https://it.tradingview.com/chart/TSLA/mCCBZ8cd/>.
- De Fontenay, E. (2017) *The deregulation of private capital and the decline of the public company.*
- Draho, J. (2004) *The IPO decision: Why and how Companies Go Public.* Edward Elgar Pub.
- Fenwick (2023) *The Rise of Direct Listings: Understanding the Trend, Separating Fact from Fiction.* <https://www.fenwick.com/insights/publications/the-rise-of-direct-listings-understanding-the-trend-separating-fact-from-fiction>.

FINTECH BYTES (2021) Coinbase Business Model - CFO Alesia Haas on Coinbase IPO/Direct Listing Business model. <https://www.youtube.com/watch?v=Ff5vKel0yyM>.

Franco, M. and Merton, H.M. (1963) 'CORPORATE INCOME TAXES AND THE COST OF CAPITAL: a CORRECTION,' American Economic Review, 53(3).
http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140512101629_02.pdf.

Graves, T.C.S.C., Robert Stevens, Stephen (2021) 'Coinbase Direct Listing (Formerly IPO): Everything you need to know,' Decrypt, 14 April. <https://decrypt.co/54639/coinbase-direct-listing-ipo-everything-you-need-to-know>.

Gravitas Documentaries (2023) COIN - 2022 - Brian Armstrong: A Founder's Story - Coinbase CEO - FULL DOCUMENTARY.
<https://www.youtube.com/watch?v=BjVGaq0h8vA>.

Hayes, A. (2024) Stablecoins: Definition, how they work, and types.
<https://www.investopedia.com/terms/s/stablecoin.asp>.

Horton, B.J. (2019) Spotify's direct listing: Is it a recipe for gatekeeper failure?, SMU Law Review, pp. 177–201. <https://scholar.smu.edu/smulr/vol72/iss1/12>.

How Coinbase Makes Money: The business and Revenue model explained (2024).
<https://www.untaylored.com/post/how-coinbase-makes-money-the-business-and-revenue-model-explained>.

Huillet, M. (2021) 'Cathie Woods' Ark buys a further \$110M worth of Coinbase shares,' Cointelegraph, 16 April. <https://cointelegraph.com/news/cathie-woods-ark-buys-a-further-110m-worth-of-coinbase-shares>.

Iachello, F. (2023) Bitcoin dominance: cos'è e a cosa serve?
<https://youngplatform.com/blog/news/bitcoin-dominance-cos-e-cosa-serve/> (Accessed: August 22, 2024).

Iannotta, G.O. (2010) Investment Banking: A guide to underwriting and advisory services.
https://openlibrary.org/books/OL27047226M/Investment_Banking.

Jenkinson, T. and Ljungqvist, A.P. (2001) Going Public: The Theory and Evidence on how companies raise equity finance. <http://ci.nii.ac.jp/ncid/BA29437875>.

Kaloudis, G. (2024) 'Hard times in Crypto: The unintended consequences of going public,' *Coindesk.com*, 14 June. <https://www.coindesk.com/business/2022/07/03/hard-times-in-crypto-the-unintended-consequences-of-going-public/>.

Kenton, W. (2022a) *Designated Market Maker (DMM): Definition, NYSE role, vs. broker.* <https://www.investopedia.com/terms/d/designated-market-maker-dmm.asp>.

Kenton, W. (2022b) *SEC Form S-1: What it is, how to file it or amend it.* <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-1.asp#citation-7>.

Kenton, W. (2024) *10-K: Definition, What's Included, Instructions, and Where to Find It.* <https://www.investopedia.com/terms/1/10-k.asp>.

Kuhn, R.L. (1990) *Investment banking: The Art and Science of High-stakes Dealmaking.* HarperCollins Publishers.

Leone, A.J., Rock, S. and Willenborg, M. (2007) 'Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings,' *Journal of Accounting Research*, 45(1), pp. 111–153. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2007.00229.x>.

Levy, A. (2021a) *Coinbase closes at \$328.28 per share in Nasdaq debut, valuing crypto exchange at \$85.8 billion.* <https://www.cnn.com/2021/04/14/coinbase-to-debut-on-nasdaq-in-direct-listing.html>.

Levy, A. (2021b) *Coinbase gets reference price of \$250 per share from Nasdaq ahead of today's direct listing.* https://www.cnn.com/2021/04/13/coinbase-reference-price-250-ahead-of-direct-listing.html?__source=sharebar%7Ctwitter&par=sharebar.

Loughran, T. and Ritter, J.R. (2002) 'Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?,' *Review of Financial Studies* / *the Review of Financial Studies*, 15(2), pp. 413–444. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.2.413>.

MacNeill, A. et al. (2021) *Direct Listing: A comprehensive overview.* report.

McGurk, J. (2019) *All about Direct Listings.* <https://a16z.com/all-about-direct-listings/> (Accessed: August 5, 2024).

Moteria, D. (2024) *How does Coinbase works and makes money? Complete process.*
<https://www.elluminatiinc.com/how-does-coinbase-works>.

Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,' *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0).

Nasdaq Private Market (2024) *About us - Nasdaq Private market.*
<https://www.nasdaqprivatemarket.com/about-us/about-nasdaq-private-market/>.

New York Stock Exchange LLC et al. (2020) *Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.*

Nsdg (2024) *Le basi degli airdrop e dei fork di criptovalute.*
<https://it.sharpcoderblog.com/blog/the-basics-of-cryptocurrency-airdrops-and-forks>.

Oecd (no date) *Free riding - Concurrences.*
<https://www.concurrences.com/en/dictionary/Free-riding>.

Pereira, D. (2023) 'Coinbase business model,' *Business Model Analyst*, 14 April.
<https://businessmodelanalyst.com/coinbase-business-model/>.

QuiFinanza (2023) *Security.* <https://quifinanza.it/glossario/security/>.

Redazione (2021) 'La storia di Coinbase: cosa contraddistingue questo exchange nel mondo crypto - Eunews,' *Eunews*, 3 October. <https://www.eunews.it/2021/10/01/la-storia-di-coinbase-cosa-contraddistingue-questo-exchange-nel-mondo-crypto/>.

Reiff, N. (2023) *Howey Test Definition: What it means and implications for cryptocurrency.*
<https://www.investopedia.com/terms/h/howey-test.asp>.

Ritter, J. et al. (1998) *Initial public offerings, Contemporary Finance Digest. Edited by Dennis Logue and James Seward. journal-article, pp. 5–30.*
<https://www.researchgate.net/publication/284772074>.

Roberts, J.J. (2021) 'Coinbase reveals \$322M in profit for 2020 ahead of landmark public debut,' *Decrypt*, 25 February. <https://decrypt.co/59347/coinbase-big-profit-for-2020-ahead-of-milestone-ipo-direct-listing>.

Rodeck, D. (2024) 'What is staking in crypto: How does it work,' *Forbes Advisor INDIA*, 4 April. <https://www.forbes.com/advisor/in/investing/cryptocurrency/what-is-staking-in-crypto/#:~:text=Staking%20is%20when%20you%20lock,proof%20of%20stake%20consensus%20mechanism>.

Scott, J.H. (1976) 'A theory of optimal capital structure,' *The Bell Journal of Economics*, 7(1), p. 33. <https://doi.org/10.2307/3003189>.

Seth, S. (2022) *IPO vs. Direct Listing: What's the Difference?*
<https://www.investopedia.com/investing/difference-between-ipo-and-direct-listing/>.

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, Deloitte and Dziczkowski, M. (no date) *Strategies for going public. Fifth Edition*.
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/audit/deloitte-ch-en-audit-strategies-for-going-public-5th-edition-update.pdf>.

Team, C. (2023) *Greenshoe / over-allotment*.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/over-allotment-greenshoe-option-ipo/>.

Team, I. (2024a) *Altcoin explained: pros and cons, types, and future*.
<https://www.investopedia.com/terms/a/altcoin.asp>.

Team, I. (2024b) *Cold storage: What it is, how it works, theft protection*.
<https://www.investopedia.com/terms/c/cold-storage.asp#toc-types-of-cold-storage>.

Team, I. (2024c) *What does Proof-of-Stake (POS) mean in crypto?*
<https://www.investopedia.com/terms/p/proof-stake-pos.asp>.

Tretina, K. (2023) 'Nasdaq: cos'è e come funziona,' *Forbes Advisor Italia*, 21 September.
<https://www.forbes.com/advisor/it/investire/nasdaq/>.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2022) *FORM 10-K, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION*.

Wells, J. (2022) *Il test di Howey spiega se le criptovalute sono titoli digitali*.
<https://it.benzinga.com/crypto/test-howey-spiega-criptovalute-sono-titoli-digitali/>.

What is Web3? (2023). <https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-web3>.

Whittaker, M. (2023) *'Come funziona il mining di Bitcoin?'*, *Forbes Advisor Italia*, 6 September. <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/criptovalute/mining-bitcoin-cosa-significa-e-come-funziona/>.

Yeung, P. (2021) *'Coinbase Deep-dive and Investment Thesis: Part 1,'* *Open Source Web*, 22 April. <https://opensourceweb.substack.com/p/coinbase-deep-dive-part-1>.

Numero di parole utilizzate senza considerare frontespizio, indice, note a piè di pagina, didascalie delle figure, bibliografia e approfondimenti: 9970.