



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"DETERMINANTI DI UNA INITIAL PUBLIC OFFERING: IL CASO BLUE
APRON"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO/A: ANDREA MASIERO

MATRICOLA N. 1160625

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Sommario

ABSTRACT	3
INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 2.....	5
2.1 PREMESSA.....	5
2.2 LE IPO E GLI UNDERWRITER.....	5
2.3 LA DISCLOSURE.....	7
2.4 BOOKBUILDING E PUBLIC AUCTION.....	9
2.5 L'ATTIVITÀ DI MARKETING.....	11
2.6 I VANTAGGI E GLI SVANTAGGI.....	13
2.7 CONCLUSIONI.....	17
CAPITOLO 3.....	17
3.1 BLUE APRON.....	17
3.2 GLI UNDERWRITER.....	20
3.3 LE POLITICHE COMUNICATIVE.....	21
3.4 L'ESEMPIO HELLO FRESH.....	25
CONCLUSIONI.....	27
BIBLIOGRAFIA	28

Abstract

L'obiettivo di questo elaborato è quello di indagare le determinanti che conducono al successo o al fallimento delle IPO negli Stati Uniti. Per farlo ho analizzato la letteratura scientifica, soprattutto, in materia di comunicazione e disclosure aziendale che le società perseguono prima di quotarsi. Infine, ho cercato di applicare le teorie esposte al caso di Blue Apron, azienda che ha subito performance fortemente negative in sede di IPO, per provare ad identificare le ragioni di una quotazione così fallimentare.

Introduzione

Nonostante il calo del numero di IPO a cui l'economia statunitense ha assistito a partire dal 2000, il tema rimane centrale per la letteratura scientifica, ma soprattutto rimane centrale per le singole aziende. La quotazione, infatti, rappresenta una scelta cruciale, quasi obbligata, per le società che vogliono crescere. In questo panorama, ho preso in considerazione la Blue Apron per due principali motivi. Il primo perché Blue Apron è emblematica delle società con un nuovo modello di business che crescono in maniera rapida sfruttando un'idea innovativa, fino alla decisione di quotarsi per avere una struttura finanziaria adeguata a sostenere la crescita. Blue Apron è una società statunitense attiva nel settore del food delivery, leader fino al 2017, che ha saputo riscuotere apprezzamenti sia dagli analisti, che l'hanno valutata fino a due miliardi di dollari, che dai finanziatori, riuscendo a raccogliere importanti tranche di finanziamenti da società di venture capitalist.

Il secondo motivo è che la IPO di Blue Apron è stata inferiore alle aspettative, e questo, mi ha portato ad indagare le ragioni che determinano il buona riuscita di una IPO. Della IPO di Blue Apron si è discusso ampiamente, soprattutto sulla cronaca finanziaria, in quanto rappresenta il passo falso di una società che fino a pochi mesi prima incontrava il favore degli investitori e degli esperti del settore e che faceva parte delle cosiddette "unicorn". Comunemente la ragione del profondo underpricing che le azioni di Blue Apron hanno subito è attribuita all'ingresso di Amazon nello stesso mercato in cui Blue Apron opera, pochi giorni prima della quotazione. L'obiettivo di questa prova finale è invece dimostrare che ci sono state altre cause, di cui Blue Apron è direttamente responsabile, che hanno spinto così in basso il prezzo delle sue azioni.

Ho deciso di concentrarmi sulle cause che prescindono dai modelli di valutazione aziendale: esula dagli scopi di questo elaboravo verificare se il prezzo delle azioni proposto da Blue Apron è compatibile con le stime derivanti dalle valutazioni di redditività aziendale o con altri tipi di valutazione finanziaria. Ho preferito invece concentrarmi sulle scelte dell'azienda prima della quotazione, in particolare sulla scelta degli underwriter di cui si è avvalsa e sulle politiche di comunicazione adottate, indagando, con l'ausilio delle teorie elaborate dalla letteratura, se queste scelte hanno influito sulla buona riuscita della IPO.

Capitolo 2

2.1 Premessa

Il capitolo si compone di due sezioni, la prima cerca di individuare, nelle principali tappe del percorso di quotazione, le decisioni chiave che influenzano una IPO, ripercorrendo anche la letteratura sull'argomento, la seconda sezione ricerca i vantaggi e gli svantaggi derivanti dalla quotazione. Nella fattispecie si cercherà di evidenziare i vantaggi e gli svantaggi determinanti per la decisione di quotarsi, al fine di individuare se l'IPO può considerarsi un successo o un fallimento.

2.2 Le IPO e gli Underwriter

L'IPO, initial public offering, è un processo con la quale una società decide di offrire le proprie azioni, per la prima volta, in un mercato regolamentato.

Quando si parla di IPO si distinguono due principali casi: nel primo la società emette nuove azioni che colloca nel mercato, questo si traduce in un aumento del capitale proprio (equity) della società, nel secondo caso i soci vendono le proprie azioni nel mercato con la conseguenza che l'equity della società rimane invariato e cambia solo la composizione della compagine proprietaria. Esiste poi una terza modalità di quotazione che riunisce le fattispecie precedenti, ovvero le azioni offerte sul mercato sono sia di nuova emissione, che vecchie azioni già appartenenti ai soci.

La gran parte delle società che decide di quotarsi lo fa tramite l'ausilio di banche di investimento o intermediari specializzati in IPO, gli underwriter, che si occupano di distribuire le azioni offerte e forniscono tutti i servizi a supporto della IPO.

Underwriter e società firmano il cosiddetto "underwriter agreement", un contratto, che può assumere diverse forme, e che stabilisce, operativamente, con quali modalità gli underwriter si impegnano a distribuire le azioni societarie. Le più comuni fattispecie in cui si può identificare l'underwriter agreement sono le seguenti.

Il contratto che tutela maggiormente la compagnia è il "firm commitment underwriting", con il quale gli underwriter si impegnano ad acquistare tutte le azioni della società che si quota e a rivenderle agli investitori finali. Con questa fattispecie la società ha la certezza di vendere tutte le azioni emesse, ma a causa del forte rischio sopportato dagli underwriter, è una forma contrattuale utilizzata solamente quando si è ragionevolmente sicuri di una grande domanda delle nuove azioni, che permetta agli underwriter di collocare tutte le azioni ad un prezzo tale da assicurare loro un profitto. Il firm

commitment underwriting può, tuttavia, prevedere una “market out clause”, una clausola che libera gli underwriter dall’obbligo di acquisto delle azioni, nel caso ci fosse un evento che incida negativamente sul valore dei titoli (tra gli avvenimenti non può essere contemplata la scarsa domanda da parte degli investitori).

Una seconda fattispecie molto comune è la “standby underwriting”, in cui gli underwriter si impegnano ad acquistare tutte le azioni rimaste invendute per poi collocarle in un secondo momento. Esiste, infine, una terza fattispecie, meno tutelativa nei confronti dell’emittente, chiamata “best efforts”, secondo la quale gli underwriter devono fare del loro meglio per vendere le azioni societarie, senza, però, avere l’obbligo di acquistarle personalmente. In questo caso gli underwriter non sopportano alcun rischio legato alla domanda di mercato e, per tale motivo, è una tipologia contrattuale proposta quando gli underwriter si attendono una bassa domanda da parte degli investitori finali.

Un caso particolare di best efforts prevede che venga stabilito un numero minimo di azioni da vendere affinché la IPO sia effettivamente valida. Se gli underwriter non riescono a vendere un numero di azioni superiori al minimo, la IPO è annullata e gli investitori che nel frattempo hanno acquistato i titoli saranno rimborsati.

I servizi, e gli eventuali rischi assunti, degli underwriter vengono pagati attraverso la “underwriter fee”, una commissione calcolata sull’equity raccolto, che rappresenta una delle principali voci di costo per una IPO.

Per l’azienda che vuole quotarsi la scelta degli underwriter è una variabile determinante per il successo di una IPO. La letteratura, infatti, si è concentrata molto nel determinare una correlazione tra la reputazione dell’underwriter che si occupa del processo e il risultato della IPO. Molti autori hanno cercato di individuare un proxy che potesse esprimere quantitativamente il prestigio degli underwriter, per poi cercare una correlazione con la performance delle azioni nella IPO. A tal proposito, il lavoro di Carter, Frederick e Singh (1998) mette a confronto i principali proxy finora individuati per poi studiarne le correlazioni.

Nella fattispecie i proxy considerati sono quelli di Johnson e Miller (1991), Carter e Manaster (1990) e Megginson Weiss (1991). I risultati della ricerca mostrano come tutti e tre i proxy evidenzino una correlazione positiva tra la reputazione dell’underwriter e il successo della IPO: le aziende che scelgono i migliori underwriter sono, mediamente, meno soggetti a fenomeni di underpricing non voluti. Lo studio, inoltre, dimostra, nei primi tre anni dalla quotazione, performance sul prezzo delle azioni superiori a quelle delle altre aziende.

Utilizzando, inoltre, il proxy elaborato da Carter e Manaster, c’è evidenza di come, anche sul lungo periodo, le aziende che si avvalgono dei migliori underwriter abbiano performance sensibilmente superiori.

In conclusione alla loro ricerca, gli autori individuano il Carter-Manaster proxy come il migliore per identificare gli underwriter di cui avvalersi, pur riconoscendo come sia anche il più complicato da elaborare. La difficoltà valutare gli underwriter mediante il Carter-Manaster proxy si traduce per le aziende in un costo, che non tutte sono disposte a sopportare.

A completare l'analisi su come la scelta degli underwriter sia determinante per una IPO, vi è la ricerca di Chuluun (2014), che ha studiato la relazione tra le performance in sede di IPO e il network di relazioni che gli underwriter intrattengono. In particolare la ricerca si sofferma nelle relazioni che i diversi underwriter intrattengono tra loro, supponendo che chi si occupa della creazione del book di investitori abbia accesso ad un numero potenziale di investitori più ampio e, conseguentemente, ad una domanda e quantità di informazioni maggiori per elaborare previsioni più precise sulla forchetta di prezzo da proporre.

La ricerca prende in considerazione tutte le IPO negli Stati Uniti comprese tra il 1970 e il 2007 e conferma l'ipotesi iniziale. Gli underwriter che hanno un "central" e "cohesive" network operano revisioni nella forchetta di prezzo più profonde e più frequenti, sintomo del fatto che riescono a reperire maggiori informazioni sulla domanda. Lo studio evidenzia, inoltre, che il fenomeno è amplificato quando sussistono maggiori asimmetrie informative tra l'azienda che si quota e gli investitori, nella ricerca come proxy della presenza di asimmetrie informative sono stati usati l'età dell'azienda e la sua appartenenza a settori high tech, ipotizzando che questi siano caratterizzati dalla presenza di asimmetrie informative. Si evidenzia, quindi, come il network di relazioni sia uno strumento utilizzato dagli underwriter per ridurre al minimo le asimmetrie informative presenti, al fine di giungere alla determinazione di un prezzo di offerta adeguato.

Infine, viene confermata anche l'ipotesi secondo cui avvalersi di underwriter che possono contare su un network solido influisce positivamente sulle performance della IPO: nel campione considerato le performance di prezzo dei primi tre mesi dalla quotazione sono state superiori per le società che si sono avvalse di underwriter con questi requisiti.

2.3 La disclosure

Il primo passo che una società deve compiere quando intende quotarsi è la creazione di un prospetto informativo, denominato S-1, che contiene le informazioni sulla società e riunisce tutti i dati contabili e finanziari dell'azienda, dettagli sul business model, piani di sviluppo futuri, con particolare riguardo all'uso che verrà fatto del capitale raccolto, nonché le informazioni riguardanti le azioni oggetto di offerta.

L'S-1 è un documento informativo richiesto dalla SEC, che prima della IPO viene più volte rivisto, corretto e aggiornato, anche in base alle indicazioni fornite dalla stessa SEC. Tramite l'S-1 la società

comunica formalmente la propria intenzione di quotarsi, risulta quindi di fondamentale importanza adottare un documento che proprio per il suo contenuto informativo, svolga anche una funzione di marketing in grado di attrarre gli investitori.

L'attività di disclosure che l'azienda sostiene prima della quotazione è una forte determinante sul successo della IPO. A questa conclusione si può arrivare considerando una prima differenza nel modo in cui le società comunicano i propri risultati all'esterno. Brown et al. (2020) hanno analizzato le performance conseguite durante le IPO di aziende che adottano standard GAAP e non-GAAP, ricercando una possibile correlazione tra lo standard adottato e la performance ottenute.

I GAAP, General Accepted Account Principle, sono principi e standard contabili che le aziende statunitensi devono adottare nel redigere i documenti informativi d'esercizio (bilancio). Parallelamente ai documenti informativi GAAP, le aziende possono decidere di pubblicare anche i non-GAAP earnings, ovvero gli utili calcolati mediante l'adozione di principi contabili che non sono GAAP.

L'analisi di Brown et al. ha evidenziato come le aziende non-GAAP ottengano performance migliori durante l'IPO e mostra che, se avessero adottato solamente uno standard GAAP, le loro azioni sarebbero state vendute ad un prezzo inferiore del 3,30%, e che pertanto adottare politiche informative non standard consente di minimizzare l'underpricing durante la quotazione.

L'impatto delle scelte riguardo la disclosure sulle performance in una IPO però è ancora più profondo, infatti, Brown et al. hanno anche dimostrato come il 31% delle aziende prese in considerazione, nonostante abbia adottato politiche non-GAAP, non ha minimizzato l'underpricing delle azioni. L'evidenza mostra che queste aziende sottovalutate erano accomunate dai seguenti fattori: riportano utili sia GAAP che non-GAAP particolarmente deboli, escludono dal calcolo dei non-GAAP earnings un grande ammontare di spese ricorrenti, sono particolarmente propense a trasformare perdite GAAP in utili non-GAAP. La conclusione a cui giungono Brown et al. è che adottare politiche informative non-GAAP aggressive porta a peggiori performance in sede di quotazione, e che è determinante non solo la scelta di adottare strategie di disclosure GAAP o non-GAAP, ma anche come ricavare i risultati non-GAAP.

Per sottolineare ancora una volta la criticità delle politiche comunicative sul risultato della IPO, Jog e McConomy (2003), hanno studiato l'impatto della "voluntary disclosure" su un'azienda che vuole quotarsi. Per voluntary disclosure si intende l'insieme di informazioni riguardanti la società che quest'ultima decide di condividere con il pubblico, pur non essendo soggetta ad obblighi informativi in materia. In particolare il lavoro di Jog e McConomy si concentra sulla scelta di condividere o meno, con i potenziali investitori, le previsioni sugli utili futuri.

La base teorica su cui si fonda la teoria è che riducendo le asimmetrie informative, si riducono anche i costi per gli investitori (che altrimenti dovrebbero procurarsi autonomamente le informazioni), e che questi, conseguentemente, accetteranno un prezzo più alto delle azioni.

L'analisi di Jog e McConomy, a partire dal loro campione di aziende, porta a numerose conclusioni, che sostengono l'impianto teorico.

In primo luogo si è notato che le aziende che condividono le previsioni sui propri utili sono meno soggette al fenomeno dell'underpricing durante le prime contrattazioni.

Successivamente, analizzando lo storico dei prezzi dopo la quotazione, si è visto che in media, le performance delle aziende che pubblicano più informazioni di quelle richieste sono sostanzialmente assimilabili a quelle delle altre aziende, ma questa sostanziale situazione di equilibrio viene meno quando si considerano aziende di piccole dimensioni. In questo sottoinsieme del campione, infatti, le aziende che decidono di pubblicare le loro previsioni performano meglio rispetto a quelle che non lo fanno.

Infine, la terza conclusione a cui giungono i due economisti è che le aziende che pubblicano previsioni particolarmente ottimistiche sono ancora meno soggette ad underpricing rispetto alle altre.

Se tali previsioni si rivelassero successivamente infondate, nel lungo periodo le aziende che le hanno pubblicate hanno performance peggiori rispetto a quelle che non l'hanno fatto, fino ad annullare i vantaggi ottenuti dal minor underpricing.

2.4 Bookbuilding e Public Auction

La società, nel decidere il modo in cui offrire le proprie azioni al pubblico, ha a disposizione due principali tipologie di offerta: la public auction o ricorrere ad un book building di investitori, il metodo più largamente diffuso negli Stati Uniti.

Il processo di book building è svolto dagli underwriter, che si occupano di contattare gli investitori finali per proporre loro le azioni oggetto di IPO. Spesso gli investitori a cui gli underwriter si rivolgono sono gli investitori istituzionali (fondi, altre banche di investimento), con grandi disponibilità di capitali e disposti a comprare un numero considerevole di azioni.

Durante il processo, gli underwriter valutano le offerte degli investitori e il loro interesse, sia per quanto concerne il numero di azioni che intendono acquistare, sia per quanto riguarda il prezzo. Con questo processo non si giunge dunque ad un prezzo univoco, ma ogni investitore che manifesta il proprio interesse offrirà un proprio prezzo. A partire dai dati raccolti poi gli underwriter si occupano di trovare il range di prezzo a cui le azioni, probabilmente, saranno vendute durante il primo giorno di contrattazioni. La forbice di prezzi elaborata dagli underwriter viene comunicata alla SEC mediate

aggiornamenti del prospetto S-1 e, in caso subisse variazioni, le successive versioni dell'S-1 verranno ulteriormente modificate.

Dovendo sottostare agli obblighi di trasparenza, gli underwriter devono rendere pubbliche le offerte ricevute dagli investitori finali.

La decisione del range di prezzo da pubblicizzare è molto delicata, in quanto si può incorrere nel rischio che il mercato ritenga l'azienda sopravvalutata. Se la forbice dei prezzi risulta troppo alta, quando si apriranno le contrattazioni, gli investitori non avranno interesse ad acquistare partecipazioni ad un prezzo iniquo e la scarsa domanda potrebbe inficiare la riuscita della IPO.

La forbice di prezzo diventa dunque un'elaborazione che parte dai dati relativi all'interesse degli investitori, ma che viene pesata dalla società che si quota e dagli underwriter per minimizzare i rischi di un insuccesso nella quotazione. Talvolta assistiamo al fenomeno dell'underpricing, voluto dalla società, dove le azioni vengono vendute a prezzi notevolmente inferiori al loro fair value, al fine di suscitare interesse nel mercato.

La costruzione di un portafoglio di investitori interessati prima dell'effettiva IPO è diventata una prassi comune a quasi tutte le nuove quotazioni.

Questo fenomeno ha suscitato l'interesse di Sherman (2004) il secondo il quale il processo di book building consente di veicolare le informazioni in entrambi i sensi, ovvero sia dalla società agli investitori, che dagli investitori alla società. Se da un lato la società, mediante gli obblighi informativi a cui è sottoposta, primo fra tutti l'S-1, condivide con gli investitori informazioni importanti che la riguardano, specificando anche le future possibilità di crescita e di guadagno per chi vi investe, dall'altro Sherman sostiene che i manager interni alla società sono affetti da bias cognitivi che non consentono loro una visione oggettiva. Sherman evidenzia che gli investitori devono essere informati ed esperti, ma visto che il book building si concentra, per lo più, su investitori istituzionali possiamo assumere che lo siano, in quanto conoscono approfonditamente il mercato in cui opera la società che si sta quotando, e, ancora più importante, ne conoscono i competitor. Quindi la formazione di una forchetta di prezzo attraverso il book building è particolarmente veritiera perchè combina sia le informazioni degli insiders, che quelle fornite dagli investitori esterni, privi di bias e informati sui concorrenti.

Contrapposta alla quotazione mediante book building c'è quella che viene definita Dutch Auction, ovvero l'azienda non crea, prima della quotazione, un portafoglio di investitori interessati, ma offre le proprie azioni all'asta, sottostando alla valutazione di mercato.

La Dutch Auction è un'asta di secondo prezzo, in cui gli investitori fanno delle offerte per l'acquisto delle azioni (specificandone il numero che intendono acquisire) e queste poi vengono effettivamente vendute, in base al numero richiesto durante la fase dell'asta, a chi ha offerto i prezzi più alti. Il prezzo

a cui vengono vendute le azioni è univoco per tutti gli investitori e corrisponde al prezzo più basso offerto tra gli investitori che sono riusciti ad accaparrarsi le azioni.

Secondo questa tipologia di offerta pubblica diventa impossibile per la società che si quota perseguire l'underpricing delle proprie azioni e si dovrebbero ridurre fenomeni speculativi che spingono il prezzo delle nuove azioni a profonde oscillazioni nei primi giorni dopo la quotazione. Google ha addotto proprio quest'ultima motivazione nel giustificare la scelta di condurre la propria IPO mediante Dutch Auction.

Tra i vantaggi di una quotazione basata su un sistema d'asta si può citare la maggiore democraticità della soluzione. Nel processo di book building, infatti, gli underwriter concentrano la propria attenzione sui grandi investitori istituzionali, e difficilmente sugli quelli privati, che non garantiscono altrettanti volumi di vendita. L'asta pubblica invece concede l'accesso anche al piccolo investitore, che altrimenti sarebbe escluso dal mercato.

Per un successo della IPO però l'asta richiede che ci sia una grande base di offerenti, per questo viene considerata essenziale una buona campagna marketing e pubblicitaria, al fine di suscitare interesse in quanti più possibili investitori. Riprendendo il caso Google possiamo affermare che ci fossero già i presupposti per un riscontro positivo dal punto di vista dei potenziali acquirenti, in quanto si trattava di una compagnia conosciuta a livello mondiale.

Come sottolineato in precedenza però l'asta pubblica viene raramente utilizzata dalle società durante una IPO, al contrario è ancora largamente diffusa quando si tratta di offrire al pubblico prodotti già noti (che quindi non richiedono costi di informazione particolarmente esosi da parte degli investitori), come i buoni del tesoro. Una possibile motivazione della sua progressiva scomparsa dal fenomeno IPO la fornisce Sherman (2004), il quale sostiene che il book building process consente di ridurre i rischi della quotazione sia dal punto di vista dell'azienda che da quello dell'investitore.

Secondo Sherman, infatti, l'incertezza nell'esito di un'asta sta nel fatto che né l'azienda né gli altri investitori sanno quanti saranno i partecipanti all'asta: nel caso vi ne siano pochi il rischio per l'azienda è di vendere azioni ad un prezzo troppo scontato e di non raggiungere l'equity target prefissato, mentre nel caso vi siano troppi partecipanti il rischio per l'investitore è quello di comprare le azioni ad un prezzo troppo alto, che non gli consente di recuperare quanto speso per raccogliere informazioni sulla società.

D'altra parte la mediazione degli underwriter consente di trovare soluzioni personalizzate con gli acquirenti, che risolvono, almeno in parte, i problemi di asimmetrie informative.

2.5 L'attività di Marketing

Nella complessità di fattori che determinano il successo di una IPO, una componente molto significativa è l'attività di marketing svolta, in primo luogo dall'azienda, ma anche dagli underwriter che sono a contatto con gli investitori.

La letteratura in materia è concorde nel considerare l'attività di marketing fondamentale qualora si vogliano ottenere riscontri positivi in fase di quotazione, in particolare sono rilevanti i modelli di Derrien (2005) e Ljungqvist et al. (2005).

Entrambi sostengono che le banche d'investimento che si occupano della quotazione hanno interesse ad effettuare attività promozionale, mirata ad attrarre i "noise trader". I noise trader sono investitori individuali che tendono ad investire su società conosciute, ad alta visibilità; da un certo punto di vista possono essere considerati investitori irrazionali in quanto non si basano sulla valutazione aziendale quantitativa per scegliere se investire o meno ad un determinato prezzo, ma le loro decisioni poggiano sulla reputazione della compagnia in cui investire. Secondo i modelli considerati, la presenza dei noise trader rappresenta un vantaggio non solo per la società che si quota, ma anche per gli underwriter e per i clienti investitori istituzionali degli underwriter.

La base teorica su cui si fondano questi due modelli è che i noise traders siano affetti da bias cognitivi, che li portano a pagare maggiormente le azioni di società conosciute, quindi società oggetto di attività promozionale.

La domanda di azioni da parte dei noise trader ne fa dunque aumentare il prezzo, favorendo l'emittente, gli underwriter, che incasseranno maggiori commissioni, e anche gli investitori istituzionali, che rivenderanno le azioni ai noise trader ad un prezzo maggiorato.

I due modelli sono stati testati da Cook et al. (2006), utilizzando come campione tutte le IPO dal 1993 al 2000 avvenute negli Stati Uniti e andando a verificare le quattro ipotesi che supportano i modelli: in primo luogo che l'attività di marketing attirino i noise trader, poi che la presenza dei noise trader rappresenti un vantaggio per la società, gli underwriter e gli investitori istituzionali.

Per quanto riguarda la prima ipotesi gli autori la confermano individuando una correlazione tra il volume di trading degli investitori non istituzionali e l'attività di marketing svolta dagli underwriter prima della IPO.

Dal punto di vista dei vantaggi per l'azienda associati alla attività di marketing, nel campione considerato, vi è evidenza di correlazione tra l'attività di promozione e la revisione al rialzo del range di prezzo da parte degli underwriter. Considerando che la forchetta di prezzo viene stabilita a partire dai dati relativi alla domanda raccolti dagli underwriter, questo dato sta a significare che l'interesse dei noise trader porta ad una maggiore domanda di azioni, domanda composta anche da investitori individuali disposti a pagare un sovrapprezzo, che supporta un prezzo più alto delle azioni che saranno vendute. Il fatto che le azioni saranno vendute ad un prezzo maggiorato consente alla compagnia di raccogliere un valore maggiore di capitale proprio.

Anche la terza ipotesi, secondo cui l'attività di marketing porta valore agli underwriter è stata confermata. Considerando la regressione tra l'attività promozionale svolta e l'underwriter fee, ancora una volta gli autori evidenziano una correlazione tra i due fattori. In particolare, la correlazione è positiva sia sulle commissioni di vendita, l'underwriter incassa maggiori commissioni poiché viene raccolta una maggiore quantità di equity, sia sulle commissioni non di vendita, ad evidenziare come le stesse società che si quotano pagano le banche che si occupano dell'underwriting affinché svolgano attività promozionale.

Infine, per testare l'ipotesi secondo cui anche gli investitori istituzionali traggono profitti dall'ingresso dei noise trader, gli autori hanno effettuato una regressione per cercare una correlazione tra l'attività di marketing pre-IPO e i capital gain dei primi giorni dalla quotazione, derivanti dall'aumento del prezzo delle azioni causato dai volumi di scambi dei noise trading. Di nuovo i dati evidenziano una correlazione positiva tra i due fattori considerati, a significare che la domanda dei noise trading non solo aumenta il prezzo delle azioni all'emissione, ma sostiene anche una crescita del prezzo durante i primi giorni dopo la quotazione, crescita che avvantaggia gli investitori istituzionali che hanno originariamente comprato le azioni.

2.6 I vantaggi e gli svantaggi

Per analizzare il successo o il fallimento di una IPO diventa essenziale capire perché una società decide di quotarsi, il che equivale ad analizzare i vantaggi derivanti dalla IPO, i veri drivers che spingono alla decisione di accedere al mercato dei capitali. A tal proposito non si può prescindere dal lavoro di Jams C. Brow, che riunisce tutte le principali teorie in materia.

In primo luogo la quotazione, e quindi l'afflusso di nuovo capitale di rischio, aumenta l'indipendenza della società dal sistema creditizio, e, parallelamente, aumenta il potere contrattuale nei confronti delle banche.

Secondo Pagano et al. (1998), l'IPO è la via che le aziende utilizzano per liberarsi da quelli che sono i "borrowing constraint", ovvero i vincoli che il sistema creditizio impone all'azienda, che possono essere strettamente quantitativi, quindi l'insufficienza del capitale di debito per realizzare gli investimenti necessari, oppure vere e proprie interferenze dei prestatori di capitale di debito sulla scelta degli investimenti da compiere.

Per verificare questa ipotesi Pagano et al. hanno studiato la correlazione tra la probabilità che un'azienda si quoti e il suo fabbisogno di investimenti (considerando per esempio fattori come le prospettive di crescita o il market to book ratio del settore) e hanno stabilito una correlazione positiva

tra questi due fattori, dimostrando che un driver che spinge le aziende alla quotazione è l'indipendenza dal sistema creditizio.

Parallelamente Pagano et al. sostengono che dopo le IPO le società riescono ad avere un accesso al credito più economico, dovuto al maggior potere contrattuale che le stesse hanno nei confronti delle banche e al fatto che le società quotate sono soggette ad obblighi informativi stringenti, i quali riducono le asimmetrie informative a sfavore delle banche.

La riduzione del costo del credito però non può essere considerata un fattore decisivo nella scelta di quotarsi, in quanto, nel campione considerato, non vi è correlazione tra il costo del credito per una società e la probabilità che questa si quoti, anche se viene dimostrato come il costo del credito diminuisca notevolmente dopo la quotazione.

Un'altra possibile ragione che spinge i soci a promuovere una IPO consiste nell'opportunità di fare cash out offerta dalla quotazione. L'accesso al mercato regolamentato infatti crea un prezzo di mercato a cui i vecchi soci possono facilmente vendere le proprie azioni.

Esistono due modi possibili per disinvestire mediante una IPO.

Nel primo caso vengono offerte al mercato direttamente secondary shares, ovvero le azioni dei vecchi proprietari: questo è il modo più diretto di disinvestire le proprie partecipazioni, anche se al mercato risulta evidente l'intento dei soci ed è quindi possibile che le azioni offerte siano sottovalutate a causa di asimmetrie informative, infatti gli investitori esterni non sono a conoscenza della ragione che spinge i vecchi soci ad uscire dal loro investimento.

Nel secondo caso invece vengono offerte primary shares, ovvero azioni di nuova emissione, e i vecchi soci mantengono le loro partecipazioni. Questa tipologia di quotazione è quella che viene adottata quando lo scopo della IPO è un aumento di capitale, quindi non viene palesata l'intenzione dei vecchi soci di uscire dall'investimento. Una volta che la società è quotata, i soci, grazie al mercato delle azioni che si è creato, possono agevolmente vendere le proprie partecipazioni e fare cash out.

Per dimostrare che l'IPO è uno strumento utilizzato da vecchi proprietari per disinvestire dalla società, Kim e Weis (2005) hanno analizzato un campione di 17000 IPO, scoprendo che il 21% (percentuale che varia sensibilmente da Stato a Stato) di esse consisteva nell'offrire al mercato secondary shares, quindi con la chiara intenzione dei soci di uscire dall'investimento.

Infine la convenienza di una IPO può essere riferita anche ai vantaggi di immagine per il brand che si quota.

La tesi è stata sostenuta da Maksimovich e Pichler (2001), secondo i quali una IPO crea una sorta di fermento nel mercato degli investitori, aumentando la pubblicità a beneficio della società quotata, garantendole anche il vantaggio di "first mover" nel caso in cui sia la prima società del settore a quotarsi.

Inoltre, Demers e Lewellen sostengono che l'interesse che si genera in una nuova azienda quotata è addirittura maggiore se si assiste al fenomeno dell'underpricing, in cui società e underwriter si accordano per proporre al mercato le azioni ad un prezzo inferiore al loro valore.

La tesi secondo cui una IPO genera interesse riguardo alla società che si quota è stata verificata da Demers e Lewellen (2003), che hanno analizzato il traffico web attorno alle società appena quotate, notando un incremento delle visite ai loro siti e una maggiore attenzione dei media nei loro confronti. Il fenomeno IPO, inoltre, aumenta l'interesse degli analisti del settore nei confronti dell'azienda. Questo si traduce in un vantaggio in quanto, secondo studi di Bradley et al., su un campione di 1611 IPO, il 76% delle società che si quotano, ricevono feedback positivi da parte degli analisti, feedback che attraggono gli investitori interessati a comprare le nuove azioni.

Per tali autori quindi non è solo il fabbisogno di capitale che spinge i vecchi soci a fare una IPO, ma alcuni dei vantaggi appena elencati possono essere altrettanto determinanti nella scelta di quotarsi, per altri invece non ci sono evidenze empiriche che possano qualificarli come determinanti, ma comunque vengono presi in considerazione quando si tratta di decidere di entrare nel mercato dei capitali.

Nella decisione di una possibile quotazione però rientrano, come determinanti, anche le considerazioni sui rischi e sugli svantaggi derivanti dalla scelta.

In tal senso è possibile ricondurre le difficoltà a cui si va incontro durante una quotazione in due categorie. La prima è legata ai costi diretti, derivanti dal procedimento, la seconda a considerazioni di tipo più strategico, ovvero situazioni che impattano sulle scelte aziendali.

Nella prima categoria i costi diretti di una quotazione sono sostanzialmente attribuibili a due macro aree.

Rientrano nella prima i cosiddetti transaction cost, di più immediata quantificazione e comprende la underwriter fee, ovvero la commissione richiesta dagli underwriter, espressa in percentuale rispetto al capitale proprio raccolto. Solitamente questa commissione varia tra il cinque e il sette per cento del capitale raccolto.

Oltre alla underwriter fee, l'azienda deve sostenere anche i costi per le consulenze legali, per la revisione dei documenti necessari e una tassa di registrazione alla SEC.

Naturalmente a questi costi si affiancano i costi interni, misurabili in ore di lavoro per decidere la strategia di ingresso, per l'analisi del mercato e per valutare le scelte di natura operativa.

Meno quantificabili sono invece i costi connessi alla disclosure aziendale.

Come visto in precedenza infatti, l'azienda che vuole avere successo nella IPO deve prestare particolare attenzione nel produrre e saper comunicare le informazioni che la riguardano. Inoltre, le aziende quotate nei mercati regolamentati sono soggetti a stringenti obblighi informativi verso

l'esterno, che non si concludono con la quotazione, ma devono essere assolti per tutta la vita dell'azienda.

L'esigenza di una maggiore trasparenza informativa, soprattutto dal punto di vista finanziario, nasce negli Stati Uniti nei primi anni del 2000, quando alcune aziende (a cominciare da Emron) fallirono improvvisamente nonostante avessero bilanci solidi. Lo scandalo si allargò fino a coinvolgere anche grandi società di revisione contabile: da questo background nacque il SOX.

Il SOX, Sarbanes-Oxley Act, è una Legge federale, emanata nel 2002, volta a prevenire situazioni come quella di Emron. Nel concreto il SOX impone stringenti obblighi informativi per le società quotate, soprattutto in materia di trasparenza finanziaria, rafforzando anche le pene per i falsi in bilancio.

Naturalmente produrre e conservare tutte le informazioni richieste rappresenta un costo per le aziende, che, se non quotate, non devono sostenere né essere sottoposte al SOX.

D'altro canto con la quotazione, le aziende perdono parte della loro indipendenza, in particolare gli svantaggi che questa situazione comporta sono sostanzialmente due.

Il primo è il passaggio ad un'ottica market driven, in cui è il mercato a valutare l'operato dei manager. Questo sposta naturalmente l'attenzione verso risultati di breve termine, più attrattivi per gli investitori, che cercano un ritorno più immediato. Saranno quindi scoraggiati investimenti e le strategie di lungo periodo, che magari i soci originali volevano perseguire.

Strettamente connessa con quest'ottica di market driven c'è la potenziale perdita di controllo da parte degli shareholder fondatori, che hanno ricercato nel mercato azionario i finanziamenti.

Anche se i soci fondatori mantengono la maggioranza del capitale, devono perseguire gli interessi anche dei nuovi azionisti per evitare che questi vendano in massa le proprie azioni, causando un crollo dei prezzi. I soci fondatori sono quindi assoggettati al mercato e ai suoi interessi.

Quelle appena esposte possono essere ragioni valide affinché l'azienda decida di desistere dalla IPO, ma Gao, Ritter e Zhu non ritengono siano determinanti e propongono una visione alternativa che spiega la scelta di non quotarsi come il perseguimento di economie di scopo.

Gli autori nel loro paper analizzano il numero di IPO annue negli Stati Uniti, sottolineando come queste si siano drasticamente ridotte: dal 1980 al 2000 infatti si svolgevano 310 quotazioni all'anno, mentre nei successivi dieci anni la media è scesa a 99.

Nello studio è tenuto in considerazione che nei primi anni 2000 è entrato in vigore il SOX, ma Gao, Ritter e Zhu giungono alla conclusione che ci sono meno quotazioni perché per le piccole aziende, è più conveniente, essere acquisite da altre aziende nello stesso settore.

Per sostenere le loro tesi gli autori in primo luogo considerano gli EPS, utilizzati come proxy di redditività aziendale, delle piccole e delle grandi imprese quotate nei 3 anni precedenti. Comparando i due dati emerge come la percentuale di grandi imprese con EPS negativo sia notevolmente inferiore

alla percentuale di piccole imprese con EPS negativo. In particolare dal 2001 al 2011, in media, ogni anno l'82% delle piccole aziende che si sono quotate nei precedenti 3 anni riportava un utile per azione negativo, mentre le grandi aziende con utile negativo erano solamente il 30%. Già questi dati forniscono una prima indicazione di come restare indipendenti, piuttosto che essere acquisite da altre aziende non sia per le piccole aziende conveniente.

Gli autori inoltre, per sostenere la teoria secondo cui il perseguimento di economie di scala e di scopo è più profittevole rispetto all'indipendenza, analizzano l'evoluzione delle strategie di uscita dei venture capitalist dai propri investimenti, quindi dalle piccole imprese.

L'analisi mostra come, dagli anni 2000, la percentuale di piccole aziende cedute attraverso fusioni o acquisizioni da parte di società più grandi sia notevolmente aumentata, a discapito dell'utilizzo della IPO come strumento per uscire dall'investimento. Per quantificare il fenomeno, nel campione considerato, circa il 90% delle piccole aziende, nei primi anni del 2000, vengono cedute dai venture capitalist attraverso fusioni o acquisizioni, solo il 10 per cento attraverso il ricorso alla IPO. Negli anni 90 l'IPO rappresentava circa il 50% per cento delle strategie di uscita dei venture capitalist.

Per rafforzare definitivamente la teoria e mostrare l'importanza che ricoprono le economie di scopo e di scala, vengono analizzati anche i dati relativi alle fusioni all'interno del mercato regolamentato. Dai dati emerge che circa il 13% (dal 2001 al 2011) delle piccole aziende che si sono quotate ha subito una fusione aziendale, un chiaro segnale che è diventato difficile competere rinunciando alle economie di scala che solo i grandi gruppi possono offrire.

2.7 Conclusioni

La letteratura evidenzia che le scelte che una società effettua su come svolgere la propria IPO, su quali banche di investimento affidare il compito di underwriter, su come viene sviluppata la disclosure aziendale e l'attività di marketing sono determinanti per il successo di una IPO, inoltre molte di queste scelte continuano ad influenzare le performance sul mercato azionario della società anche dopo la quotazione. L'obiettivo del prossimo capitolo è capire se Blue Apron ha assunto le decisioni migliori negli ambiti sopracitati, oppure se le performance in sede di IPO possono attribuirsi anche ad errori societari.

Capitolo 3

3.1 Blue Apron

Blue Apron è una società statunitense, fondata nel 2012, che opera nel settore del food delivery. Il modello di business di Blue Apron è quello di consegnare a casa dei clienti, con la frequenza settimanale scelta da questi ultimi, le ricette per preparare il pasto e gli ingredienti necessari per realizzarla. Blue Apron quindi si propone di risolvere due problemi principali: lo spreco di cibo, gli ingredienti consegnati sono nella quantità necessaria solo per la ricetta abbinata, e lo spreco di tempo che i clienti trascorrono al supermercato. Attualmente il servizio offerto da Blue Apron viene pagato settimanalmente e, in qualsiasi momento, si può scegliere il menu da farsi recapitare la settimana successiva.

L'1 giugno 2017, attraverso il primo S1, Blue Apron comunica ufficialmente la volontà di svolgere una IPO, che si terrà il 28 giugno 2017.

Prima di analizzare la IPO di Blue Apron, è utile fare accenno alla storia finanziaria della compagnia, contraddistinta da una crescita sorprendente.

Inizialmente, Blue Apron raccolse i finanziamenti necessari da società di venture capitalist: nel 2013 fu finanziata per 3 milioni di dollari, a fronte di una valutazione dell'azienda di 9 milioni, sempre nel 2013 ottenne altri 5 milioni di finanziamento, e la sua valutazione salì a 30 milioni di dollari, nel 2014 venne finanziata per 50 milioni, mentre gli analisti ritenevano che la compagnia valesse 500 milioni. Grazie ai finanziamenti raccolti Blue Apron continuava ad espandere le proprie attività, raggiungendo un numero di clienti sempre maggiore e aumentando esponenzialmente il fatturato di anno in anno, fino a convincere gli investitori a finanziarla per altri 135 milioni di dollari nel 2015, quando la compagnia era valutata 2 miliardi di dollari¹. Quest'ultima valutazione le valse lo status di unicorn company, un titolo riservato alle startup non quotate valutate sopra al miliardo di dollari.

La grande crescita della società è testimoniata anche dai dati contabili, provenienti dagli annual report di Blue Apron.

¹ <https://www.businessinsider.com/blue-apron-founder-story-sai-100-2015-10?IR=T> consultato il 13/05/2020

Fiscal year is January-December. All values USD Thousands.					
	2019	2018	2017	2016	2015
Sales/Revenue	454,868.0	667,600.0	881,191.0	795,416.0	340,803.0
Sales Growth	-31.87%	-24.24%	10.78%	133.39%	-
Cost of Goods Sold (COGS) incl. D&A	310,335.0	468,013.0	654,802.0	540,899.0	266,188.0
COGS excluding D&A	279,135.0	433,496.0	627,964.0	532,682.0	263,271.0
Depreciation & Amortization Expense	31,200.0	34,517.0	26,838.0	8,217.0	2,917.0
Depreciation	31,200.0	34,517.0	26,838.0	6,786.0	2,298.0
Amortization of Intangibles	-	-	-	1,431.0	619.0
COGS Growth	-33.69%	-28.53%	21.06%	103.20%	-
Gross Income	144,533.0	199,587.0	226,389.0	254,517.0	74,615.0
Gross Income Growth	-27.58%	-11.84%	-11.05%	241.11%	-
Gross Profit Margin	31.77%	-	-	-	-
SG&A Expense	193,058.0	311,795.0	402,436.0	309,320.0	121,513.0
Other SG&A	193,058.0	311,795.0	402,436.0	309,320.0	121,513.0
SGA Growth	-38.08%	-22.52%	30.10%	154.56%	-
Other Operating Expense	-	-	9,613.0	-	-
EBIT	(48,525.0)	(112,208.0)	(185,660.0)	(54,803.0)	(46,898.0)

Tabella 3.1 Estratto Income Statement di Blue Apron. Fonte: The Wall Street Journal

Come evidenziato dalla tabella 3.1, che riassume gli income statement di Blue Apron degli ultimi 5 anni, il fatturato è passato da 340,8 milioni di dollari nel 2015 a 795,42 milioni nel 2016, fino ad arrivare a 881 milioni nel 2017. La società ha, però, dovuto affrontare anche elevati costi operativi, che sono aumentati quasi nella stessa proporzione dei ricavi, sintomo del fatto che non si sono create economie di scala dall'aumento di produzione. Inoltre, è possibile evidenziare come le SG&A expense siano particolarmente elevate, in parte per il modello di business di Blue Apron (le SG&A expense comprendono anche i costi di consegna dei prodotti), in parte anche per le spese in pubblicità, necessarie per sostenere la crescita del fatturato.

Nonostante i riscontri positivi da parte degli analisti però Blue Apron ha registrato un EBIT negativo negli ultimi cinque esercizi.

In questo contesto di crescita nel 2017, Blue Apron decide di quotarsi offrendo 30 milioni di azioni nel mercato. Circa due settimane prima della quotazione Amazon annuncia un accordo per l'acquisto di Whole Foods, per 14 miliardi di dollari, cifra che sottolinea profondamente l'interesse di Amazon per il settore alimentare. La capacità e l'esperienza logistica di Amazon collegata alla disponibilità di prodotti alimentari di Whole Foods crea indirettamente un concorrente per Blue Apron. I clienti, infatti, possono utilizzare una piattaforma già diffusa e conosciuta per acquistare gli ingredienti per i propri pasti, se non desiderano andare al supermercato, senza dover sottoscrivere alcun abbonamento con Blue Apron.

La notizia dell'acquisto di Amazon portò Blue Apron a rivedere al ribasso il range dei prezzi delle proprie azioni poco prima della quotazione, si passò da 15/17 dollari ad azione a 10/11 dollari.

Le azioni tuttavia, quando cominciarono gli scambi persero ulteriormente valore, come mostrato dal grafico sottostante (3.2).



Grafico 3.2 Andamento del prezzo e dei volumi di vendita delle azioni di Blue Apron: dal 29/06/2017 al 31/12/2017. Il grafico include gli effetti di un reverse stock split con rapporto 15 a 1. Fonte: Yahoo Finance.

Una performance negativa del titolo Blue Apron può essere dovuta a diversi fattori oltre alla presenza di un nuovo e forte concorrente: la scelta degli underwriter che hanno assistito la quotazione e la disclosure e la comunicazione aziendale.

3.2 Gli underwriter

Nell'S1 del 1 giugno 2017, il primo S1 di Blue Apron, la compagnia annuncia che gli underwriter preposti a distribuire le azioni alla New York Stock Exchange sono dodici: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup, Barclays, RBC Capital Markets, SunTrust Robinson Humphrey, Stifel, Canaccord Genuity, Needham & Company, Oppenheimer & Co., Raymond James, William Blair².

L'underwriter agreement individua Goldman Sachs e Morgan Stanley come i rappresentanti della compagnia. Il contratto, inoltre, stabilisce che gli underwriter si obbligano all'acquisto delle azioni emesse da Blue Apron, indice del fatto che consideravano la IPO non particolarmente rischiosa e prevedevano una forte domanda. Sembra sostenere questa ipotesi anche la clausola finale dell'underwriter agreement, che conferisce agli underwriter l'opzione di acquistare ulteriori 4,5 milioni di azioni al prezzo di quotazione, condizione che di solito viene aggiunta quando gli underwriter si attendono una crescita del prezzo delle azioni dopo la quotazione.

² S1 Blue Apron 2017

Le performance di una IPO dipendono dalla rete e dalle relazioni che gli underwriter riescono ad intrattenere e dalle esperienze pregresse che questi hanno avuto nelle IPO.

Usando le stime di Carter et al. (1998) del modello Carter per la valutazione degli underwriter a supporto della IPO, si nota come i principali underwriter, che svolgono anche funzione di rappresentanza, ovvero Goldman Sachs e Morgan Stanley, vengano valutati con punteggi di 9 e 8,8 su una scala da 0 a 9, mentre gli altri underwriter che partecipano alla quotazione abbiano una valutazione media pari a 7,15, per una media complessiva di 7,44.

Il principale limite nell'utilizzo di questi dati è costituito dal fatto che fanno riferimento alla valutazione degli underwriter in un tempo molto precedente rispetto a quello della quotazione. Se, tuttavia, si considerano le evidenze di Chuluun (2014), esposte nel primo capitolo, secondo le quali le performance di una IPO dipendono dalla rete e dalle relazioni che gli underwriter riescono ad intrattenere e dalle esperienze pregresse che questi hanno avuto nelle IPO, si può assumere che un underwriter con un alto ranking nel 1998 abbia, in seguito, partecipato a innumerevoli IPO, consentendogli di sviluppare il proprio network con gli altri underwriting partecipanti alle quotazioni e che, quindi, possa apportare valore alla società che si quota nel 2017.

La rete di underwriter, 12, e la loro reputazione, in media 7,44 usando le stime di Carter, inducono a scartare l'ipotesi che l'underpricing di Blue Apron sia dovuto ad una scelta sbagliata degli underwriter, in quanto si tratta di valori sopra la media, calcolata da Dong (2011), di 2,29 underwriter per IPO con una reputazione media di 7,05.

3.3 Le politiche comunicative

Per quel che riguarda la comunicazione aziendale, la ricerca delle cause del calo del prezzo delle azioni in sede di quotazione seguirà tre principali direttrici: l'attività di marketing, la pubblicazione da parte di Blue Apron di informazioni aggiuntive riguardo la società ovvero la pubblicazione degli utili non-GAAP o di previsione sui risultati futuri, e le comunicazioni agli investitori a seguito della mossa commerciale di Amazon.

Confrontando gli income statement di Blue Apron risulta che nel 2017 la società ha sostenuto spese per pubblicità e marketing superiori a quelle di qualsiasi altro anno (154 milioni di dollari³), probabilmente la previsione di una quotazione e quindi l'importanza di presentarsi ai mercati con un'ampia massa critica di clienti potrebbe aver spinto il management ad incrementare gli investimenti in pubblicità e marketing nel 2017. Il fatto che nel 2018 tali costi siano scesi di 37 milioni (passando

³ Income Statement Blue Apron 2019

dal 60% del risultato operativo caratteristico al 50% del risultato operativo caratteristico) può essere indice di una scelta implementata in funzione della quotazione.

Tuttavia, anche se risulta difficile valutare l'efficacia della campagna marketing, ovvero la sua attitudine a conquistare l'interesse dei noise trader, è possibile verificare le capacità dell'azienda nelle attività di marketing, utilizzando Google Trends. Questo strumento consente di visualizzare la distribuzione temporale delle ricerche con determinate parole chiave.

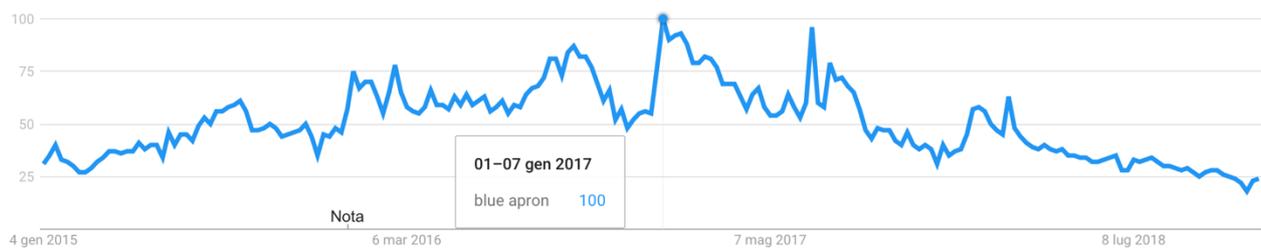


Grafico 3.3 Distribuzione temporale delle ricerche per parola chiave "Blue Apron" su Google. Fonte: Google Trends.

Come si può vedere dal grafico 3.3, creato utilizzando "Blue Apron" come parola chiave, il 2017 è l'anno in cui la compagnia è stata maggiormente oggetto di ricerche su Google da parte degli utenti. Questi dati non mostrano l'effettivo interesse da parte dei noise trader, ma evidenziano come gli investimenti in pubblicità sembrano aver portato ad un immediato, anche se marginale, incremento delle ricerche su internet di Blue Apron. Tali ricerche sono riprese nel momento della quotazione, mostrando un interesse del pubblico verso la società.

Nell'S1, Blue Apron decide di pubblicare i risultati degli esercizi precedenti anche seguendo principi non-GAAP, nello specifico pubblica l'EBITDA adjusted (che è un risultato non-GAAP) degli ultimi tre anni.

Blue Apron giustifica la pubblicazione dell'EBITDA come strumento utile all'investitore che voglia conoscere le performance della sola gestione operativa dell'impresa, al netto della struttura finanziaria e dell'imposizione fiscale. L'EBITDA calcolato da Blue Apron esclude, inoltre, i costi per ammortamenti e svalutazioni e le retribuzioni ai manager pagate in stock options. La funzione che dichiaratamente la società attribuisce a questo indice è quella di poter comparare le performance nei vari esercizi, per consentire ai potenziali investitori di analizzare la gestione aziendale. Sempre riguardo al non-GAAP EBITDA, Blue Apron specifica che, non essendo stato calcolato usando principi unitari, non dovrebbe essere utilizzato per comparare aziende diverse, anche dello stesso settore.

Brown et al. (2020) mostrano che la pubblicazione dei risultati non-GAAP avrebbe dovuto avvantaggiare Blue Apron in fase di quotazione e diminuire la probabilità di un underpricing.

Tuttavia, se si osservano gli indici EBITDA, sia GAAP che non-GAAP, espressi nel grafico 3.4, si può osservare come entrambi evidenzino risultati di una gestione operativa profondamente negativa con perdite in tutti gli esercizi considerati. Inoltre vengono esclusi dal calcolo del non-GAAP EBITDA i costi per il personale che vengono pagati in stock option (che rappresentano la differenza tra il GAAP e il non-GAAP EBITDA). Questa strategia può quindi essere compresa nella fattispecie, isolata da Brown et al., di società che presentano risultati GAAP e non-GAAP particolarmente deboli (utili bassi o perdite di esercizio) e che escludono dal calcolo costi ricorrenti, in cui il beneficio di pubblicare i risultati non-GAAP viene meno e la decisione di pubblicarli non influisce sulle performance in sede di IPO.

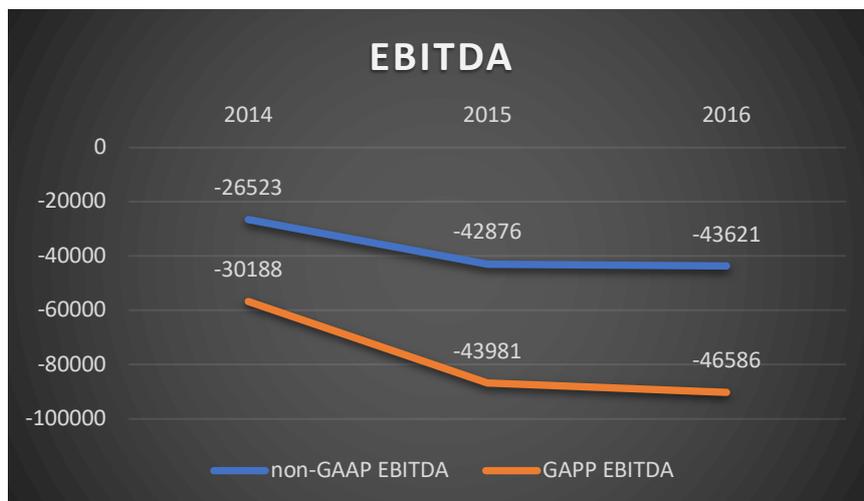


Grafico 3.4 Evoluzione nel tempo di EBITDA GAAP e non-GAAP di Blue Apron. Fonte: rielaborazione dell'autore di dati tratti da S1 di Blue Apron

Rimanendo in tema di voluntary disclosure, grazie alle ricerche di Jog e McConomy, è possibile affermare che la pubblicazione delle previsioni sui risultati futuri, specie se queste sono positive, sono connesse a maggiori performance durante la IPO.

Blue Apron, tuttavia, opta per non divulgare le previsioni sugli utili futuri, e, in ottemperanza agli obblighi informativi, sui cosiddetti "risk factors", comunica le motivazioni della scelta. La società asserisce, infatti, che la limitata esperienza, derivante dal fatto che si tratta di una compagnia relativamente giovane, congiuntamente alla scelta di un modello di business innovativo, non consente di fare previsioni riguardo i risultati operativi futuri. Questa decisione potrebbe pertanto rientrare tra i fattori che determinano il basso interesse degli investitori per le azioni societarie, in quanto Blue Apron viene considerata come una compagnia troppo rischiosa. Tale supposizione sembrerebbe

essere confermata dalla stessa società che, sempre nella sezione “risk factors” dell’S1, non rassicura gli investitori. Nel paragrafo intitolato “We have a history of losses, and we may be unable to achieve or sustain profitability”, infatti, la società ammette di non essere mai riuscita a conseguire un utile di esercizio da quando è stata costituita, aggiunge l’intenzione di aumentare ulteriormente i costi, sia fissi che variabili, per la creazione di nuovi centri per il confezionamento dei prodotti da spedire, per il personale, per lo sviluppo dell’infrastruttura tecnologica di gestione degli ordini e per il marketing, e conclude affermando che potrebbe non essere in grado, per il futuro, di raggiungere la sostenibilità economica del business, o di mantenerla, e, conseguentemente, generare ulteriori perdite.

La percepita rischiosità derivante dalla non pubblicazione delle previsioni sugli utili futuri, connessa con la prospettiva di future perdite evocata dalla società può dunque essere una prima causa del calo della domanda.

Il 28 giugno 2017, un giorno prima della effettiva IPO, Blue Apron pubblica il definitivo S1, in cui il range di prezzo viene modificato da 15/17 dollari a 10/11 dollari rispetto alla versione precedente dello stesso documento (datata 23 giugno 2017). Pertanto, è ragionevole assumere che la causa della drastica riduzione della forchetta di prezzo sia da attribuire alla decisione di Amazon di acquisire Whole Foods, ma nel prospetto pubblicato da Blue Apron non si accenna minimamente alla mossa di Amazon. Il colosso dell’e-commerce, infatti, non solo non viene mai citato nei documenti ufficiali pubblicati da Blue Apron, ma nemmeno nei comunicati stampa che la società lascia trapelare il 28 giugno. Anzi, i comunicati stampa si limitano ad informare che il giorno seguente verranno aperte le contrattazioni per le azioni di Blue Apron, che saranno inizialmente offerte al pubblico ad un prezzo di 10 dollari (quindi al prezzo minimo della forchetta indicata nell’S1).

Leslie Picker, in un articolo della CNBC, sostiene che la strategia dell’azienda, in accordo con gli underwriter, è stata quella di mostrarsi in una posizione di forza, provando a nascondere il calo di domanda per le azioni di Blue Apron, al fine di “non turbare gli investitori istituzionali”, che rappresentano il vero motore delle IPO.

La strategia comunicativa di Blue Apron sembra accordarsi con questa teoria, infatti, dopo che Amazon annuncia l’acquisizione di Whole Foods il 16 giugno 2017, Blue Apron non fa mai menzione di come questa acquisizione possa impattare sul business in cui l’azienda opera. Amazon non viene mai citata in nessuna conferenza stampa e, soprattutto, non è mai menzionata nella sezione dedicata ai competitor nei “risk factors” dell’S1.

Gli investitori sono stati, quindi, alla sprovvista quando, il giorno prima della quotazione, Blue Apron annuncia una così drastica riduzione del prezzo dei titoli offerti.

La situazione viene riassunta dalle parole di un investitore intervistato nell’articolo di Leslie Picker, secondo il quale Blue Apron non abbia ormai più alcuna credibilità.

Anche a Blue Apron sembrano dunque applicabili le teorie di Sherman, secondo cui le informazioni, durante il processo di bookbuilding, vengono veicolate sia dalla società verso gli investitori che da questi ultimi verso la società. In questo specifico caso agli investitori risulta evidente come l'ingresso di un player come Amazon nel mercato di Blue Apron possa essere determinante per il business della società, e la loro perplessità si traduce in un calo nella domanda. Si assiste, quindi, ad una sorta di scollamento che vede da una parte underwriter e società, tutti impegnati a mantenere la parvenza di una forte domanda, e dall'altra gli investitori che si sono perfettamente resi conto della situazione. Le comunicazioni societarie non fanno altro che aumentare la distanza tra investitori e società, alimentando ulteriormente le perplessità di questi ultimi e diminuendone la fiducia nei confronti di Blue Apron. Più che ad uno scambio di informazioni, in questa IPO, si assiste ad uno scontro tra due differenti visioni sul futuro del mercato del food delivery, in cui azienda e underwriter non sanno sfruttare al meglio le informazioni provenienti dagli investitori per provare a rassicurarli.

Infine Blue Apron, con una comunicazione alla SEC datata 26 giugno 2017, chiede all'organo di vigilanza di poter svolgere la IPO quanto prima proprio per evitare che la quotazione diventi troppo bassa, chiaro segnale della consapevolezza del calo di domanda da parte della compagnia. Naturalmente queste comunicazioni tra Blue Apron e la SEC sono pubblicamente accessibili e gli investitori le interpreteranno come un ulteriore segnale negativo.

La strategia di Blue Apron e degli underwriter annulla i benefici che Sherman indica come caratteristici delle quotazioni basate sul bookbuilding rispetto alla public auction. Senza una vera comunicazione tra società e investitori, infatti, non è possibile ridurre le incertezze della IPO, in quanto le asimmetrie informative tra le parti sono divenute troppo ampie e difficili da colmare.

Questa strategia comunicativa, rivelatasi completamente fallimentare tanto da far perdere credibilità nell'azienda, può dunque considerarsi una delle cause di una così drastica svalutazione delle azioni societarie.

3.4 L'esempio Hello Fresh

Per escludere definitivamente l'ipotesi che il crollo del prezzo delle azioni durante l'IPO (e le successive pessime performance sul mercato) di Blue Apron debba imputarsi esclusivamente alla mossa commerciale di Amazon, è possibile guardare all'esempio di un'altra società, la Hello Fresh, attiva nello stesso settore di Blue Apron. Hello Fresh conduce la propria IPO, alla borsa di Francoforte, nello stesso anno di Blue Apron e precisamente il 2 novembre, quindi solo qualche mese dopo. Se l'ingresso di Amazon nel settore della consegna a domicilio dei generi alimentari fosse stato determinante l'IPO di Blue Apron avrebbe dovuto esserlo anche per Hello Fresh.

Tuttavia, la IPO di Hello Fresh si conclude con la vendita delle azioni ad un prezzo corrispondente al range previsto dagli underwriter, vendendo 31 milioni di azioni a 10,25 euro l'una (raccogliendo quindi un capitale lievemente superiore, ma paragonabile a Blue Apron che ha venduto 30 milioni di azioni a 10 dollari l'una), senza tuttavia subire fenomeni di underpricing, e, anzi, andando incontro a performance estremamente positive nei mesi successivi alla quotazione.

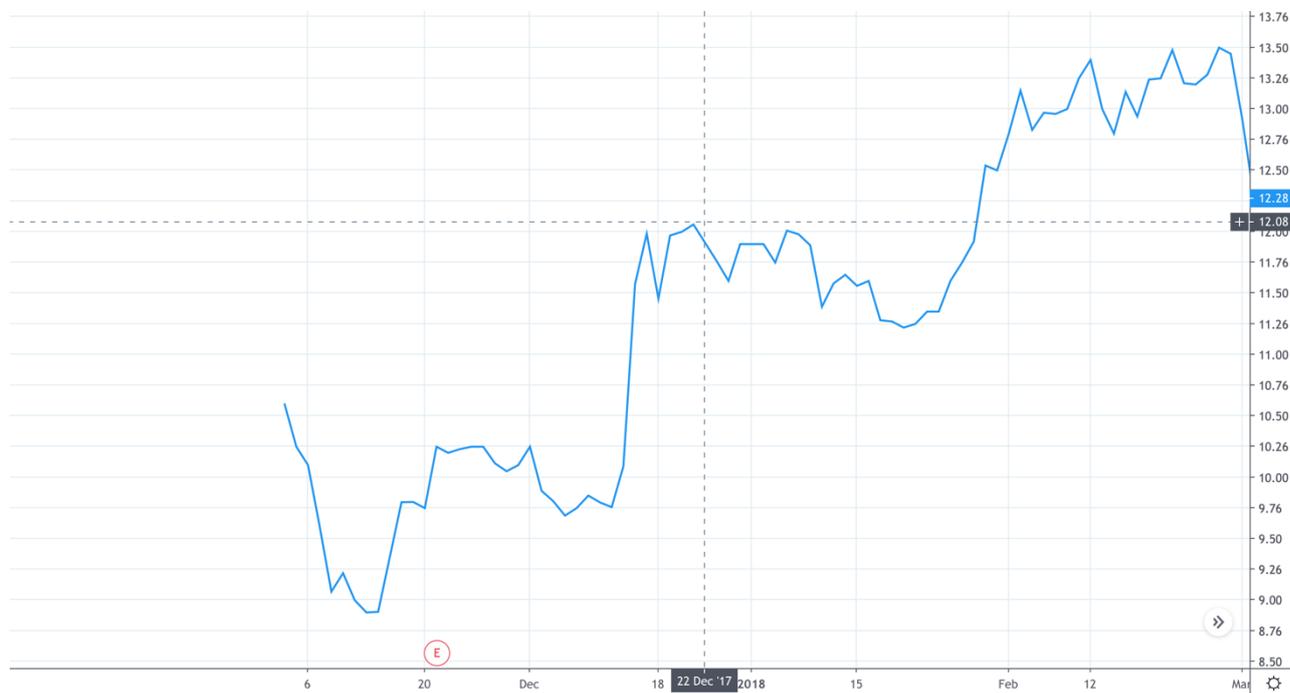


Grafico 3.5 Evoluzione del prezzo delle azioni di Hello Fresh dalla quotazione a marzo 2018. Fonte: Tradingview.com

Come si può vedere dal grafico relativo all'andamento del prezzo delle azioni di Hello Fresh i primi tre mesi successivi alla quotazione, le performance del titolo sono state assolutamente positive, con un aumento del prezzo di circa il venti percento.

È da escludere l'ipotesi che Hello Fresh, in quanto società tedesca, non abbia subito la concorrenza di Whole Foods operante negli Stati Uniti. Il mercato statunitense è infatti il mercato principale di Hello Fresh (nel 2017 il 60 percento del fatturato della società è stato conseguito negli Stati Uniti⁴) e la IPO è stata un successo nonostante Dominik Richter, AD di Hello Fresh, abbia dichiarato che il capitale raccolto mediante quotazione sarebbe stato investito per ampliare ulteriormente il business negli Stati Uniti. Questo è un chiaro segnale che gli investitori ritengono possibile la coesistenza nello stesso mercato di Amazon e altre società di food delivery.

⁴ Annual Report Hello Fresh 2017

Conclusioni

Lo scopo di questo elaborato è di mostrare che la perdita di valore delle azioni durante l'IPO di Blue Apron non è da imputarsi solo all'acquisizione di Whole Foods da parte di Amazon, ma anche di altre concause che possono aver influito sulle performance di Blue Apron.

Grazie all'esempio di Hello Fresh è possibile escludere che l'ingresso di Amazon nel mercato corrisponda deterministicamente al fallimento delle altre società che vi operano, quindi appare più che mai sensata la ricerca di altre cause che hanno determinato un così profondo underpricing delle azioni di Blue Apron.

Le decisioni di Blue Apron sono state in linea con le migliori pratiche identificate dalla letteratura nella scelta degli underwriter di cui avvalersi, che risultano essere tra i migliori disponibili. Tra le determinanti di una IPO è stato sottolineato come le attività di marketing ricoprano un ruolo fondamentale, e, anche in questo ambito, Blue Apron ha investito molto, creando la base per una IPO di successo.

Le cause del calo del prezzo delle azioni, invece, sono state identificate nelle comunicazioni che la società ha intrattenuto con gli investitori. In particolare, Blue Apron non solo non ha diffuso le previsioni sui risultati futuri ma ha precisato che non sarebbe stata in grado di conseguire utili, generando ancor più incertezza fra gli investitori. Inoltre, l'azienda ha completamente rotto con questi ultimi il legame, sia comunicativo che fiduciario, dopo l'annuncio dell'acquisto di Whole Foods da parte di Amazon, cercando di nascondere il problema e provando a mantenere elevata la quotazione delle proprie azioni.

A ciò si aggiunga che, nonostante l'azienda abbia pubblicato i propri risultati non-GAAP, politica comunicativa che in media riduce le possibilità di un underpricing, questi stessi dati non sono stati considerati abbastanza solidi, in quanto rappresentativi di risultati operativi in perdita.

Tutti questi fattori, viste le teorie enunciate nel capitolo primo, possono essere considerate le cause non solo di una IPO così sottovalutata, ma anche delle performance negative che hanno contraddistinto il prezzo delle azioni di Blue Apron nelle settimane immediatamente seguenti alla quotazione.

Il caso più di Blue Apron certamente merita ulteriori approfondimenti, specialmente dove si concentrano le limitazioni più ampie di questo elaborato, ovvero che sul fatto non è stata effettuata una valutazione aziendale analitica e non sono stati presi in considerazione i modelli di formazione del range di prezzo proposto.

Bibliografia

Carter, R., Dark, F., Singh, A. (1998) Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks, *The Journal of Finance*, 53(1), pp. 285-311.

Chuluun, T. (2015) The role of underwriter peer networks in IPOs, *Journal of Banking & Finance*, 51, pp. 62-78.

Brown, N., Christensen, T., Steffen, T., Menini, A. (2020) Non-GAAP Earnings Disclosure and the Valuation of IPOs.

Jog, V., McConomy B. (2003) Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1&2), pp. 125-167.

Shermann, A., (2005) Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry, *Journal of Financial Economics*, 78, pp. 615-649.

Cook, D., Kieschnick, R., Van Ness, R., On the marketing of IPOs, *Journal of Financial Economics*, 82, pp. 35-61.

Ljungqvist, A., Wilhelm, W. (2005) Does prospect theory explain IPO market behavior?, *Journal of Finance*, 60, pp. 1759–1790.

Derrien, F. (2005) IPO pricing in “hot” market conditions: who leaves money on the table?, *Journal of Finance*, 60, pp. 487–521.

Brau, J. (2012), Why do Firms go Public?, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Capitolo 15.

Gao, X., Ritter, J., Zhu, Z. (2013) Where Have All the IPOs Gone?, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 48(6), pp. 1663–1692

Picker, L., CNBC del 23/08/2017 disponibile su <https://www.cnbc.com/2017/08/23/inside-blue-aprons-ipo-communication-lapse-chased-away-investors.html> (consultato il 25/04/2020)

Dong, M., Michel, J., Panders, J. (2011), Underwriter Quality and Long-Run IPO Performance, *Financial Management*, 40(1), pp. 219-251.