

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"IPO DURANTE LA PANDEMIA. IL CASO DI DOORDASH-DELIVERY FOOD"

RELATORE

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO/A: ALBERTO VERONESE

MATRICOLA N. 1188415

ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021

Indice

1.	Introduzione	3
2.	Elementi determinanti durante l'IPO	4
2.1	La paura durante la pandemia	4
2.3	Timing IPO.....	5
2.4	Quotarsi durante i 'mercati caldi'	6
2.5	Impatto di investitori professionisti nella quotazione	7
2.6	I diversi tipi di cliente aziendale.....	9
2.7	IPO e franchising.....	10
2.8	Utilizzo dei flussi di cassa post-quotazione	12
3	Il caso Doordash	15
3.1	Introduzione Doordash	15
3.2	Correlazione paura e timing IPO	15
3.3	Il boom di Doordash pre-IPO.....	17
3.4	Principali <i>venture capitalist</i>	19
3.5	Impatto fidelizzazione clienti sulla quotazione	21
3.6	Una strategia vincente	23
3.7	Dati contabili e utilizzo dei flussi di cassa dell'IPO	25
4	Conclusione	30
5	Bibliografia.....	31

1. Introduzione

Gli obiettivi di questo elaborato sono: individuare i principali fattori che da sempre influenzano un'offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering* –IPO), come queste variabili hanno permesso di raggiungere buone performance azionarie durante l'emergenza Covid-19, definire se le quotazioni sono state intraprese grazie a forti prospettive di crescita della società o solamente per il periodo particolarmente favorevole del settore, determinare le possibili dinamiche evolutive delle prestazioni delle società quotate in quel periodo. Per vedere questo è stato analizzato il caso Doordash.

Doordash è un'azienda nata per fornire il servizio di consegna del cibo per i piccoli ristoranti. È stata fondata nel 2013 a San Francisco da Tony Xu, Stanley Tang, Andy Fang e Evan Moore. Il fenomeno della consegna a casa ha cominciato ad essere sempre più utilizzato nel secondo decennio di questo secolo, fino ad avere un enorme boom con lo scatenarsi della pandemia; coprifuochi e restrizioni hanno obbligato le persone a cambiare stile di vita, tra cui appunto quello della consumazione di cibo. Molti bar e ristoranti si sono affidati a piattaforme come Doordash per sopravvivere e continuare la loro attività, coprendo territori e costi che da soli non avrebbero mai affrontato. Nel 2020 la società è diventata pubblica, quotandosi in borsa attraverso una IPO.

Si vuole osservare se gli elementi caratterizzanti dell'IPO abbiano lo stesso effetto per una società che ha registrato un enorme crescita nel settore *delivery food* e poter valutare se l'azienda possiede i requisiti al fine di perdurare nel lungo termine.

2. Elementi determinanti durante l'IPO

2.1 La paura durante la pandemia

La paura può essere molto più determinante di indici sulla salute aziendale nelle valutazioni degli investitori, come avviene quando ci sono eventi catastrofici e i rendimenti/prezzi crollano nello stesso giorno. A proposito di questo argomento Mazumder e Saha (2020) analizzano 80 IPO durante la pandemia e cercano di esaminare la correlazione tra la paura, misurata con valori quali il numero dei contagi e decessi negli Stati Uniti, e i rendimenti iniziali della quotazione. Inoltre si concentrano sulla differenza dei rendimenti post-IPO e di quelli di imprese già esistenti nel mercato pubblico di scambio. Su un periodo così particolare, incide ancora di più questa riflessione quando si tratta di aziende che si quotano per la prima volta essendo solitamente giovani e con poche informazioni disponibili, mentre le aziende già presenti sono consolidate e hanno una reputazione riconosciuta dal pubblico.

I primi risultati (Mazumder e Saha, 2020) suggeriscono che una crescita dell'indice di paura diminuisce i rendimenti iniziali di circa il 18% e quindi è confermata l'ipotesi degli autori secondo la quale la paura è una variabile esogena molto forte e significativamente rilevante. Nel secondo gruppo di risultati si conferma che le variazioni dei rendimenti post-IPO a causa della percezione della paura sono più ampie per le società che si sono quotate nel 2020 rispetto a quelle già presenti e che hanno una reputazione. Nonostante ciò l'articolo mostra che nel 2020 i rendimenti iniziali delle quotazioni sono maggiori del 9% più elevati rispetto ai 40 anni precedenti; questo dato anomalo potrebbe essere causato da una volatilità notevolmente aumentata a causa del Covid e per maggiori sottovalutazioni. L'obiettivo degli autori era quello di porre le basi per studi successivi, che possono esaminare in maniera più oggettiva e approfondita il fenomeno della pandemia; in questo momento non è possibile valutare in modo completo le performance di aziende che si sono quotate nel 2020. , il fenomeno del *timing* della quotazione, l'impatto della presenza dei *venture capitalist* nell'investimento, le diverse configurazioni della clientela aziendale, la strategia utilizzata dall'impresa, la situazione economica della società, il modo in cui i flussi in entrata verranno utilizzati. Un periodo eccezionale come la pandemia può distorcere i risultati degli studi precedentemente effettuati per via del suo carattere e della sua portata eccezionale, con nessun precedente nell'epoca moderna. Dato il perdurare della situazione non è ancora possibile determinare con chiarezza le conseguenze e i diversi effetti che il Covid ha avuto e avrà nell'economia globale.

2.3 Timing IPO

Un elemento importante da esaminare durante la pandemia, potrebbe essere la tempistica della quotazione. È importante valutare se l'effervescenza dei mercati di alcuni segmenti di mercato possa accelerare o meno il tempo medio della quotazione di una società.

Plotnicki e Szyszka (2014) osservano il fenomeno del timing della quotazione durante i mercati considerati 'caldi', osservando 196 IPO avvenute tra il 2006 e il 2012 nella Borsa di Varsavia perché è stato il secondo mercato più attivo, in termini di offerte pubbliche iniziali, in Europa. Precedenti studi si sono soffermati sull'aumento del numero di IPO durante i periodi di effervescenza e delle performance post-quotazione. In questo studio gli autori cercano di trovare una correlazione tra le tempistiche riguardanti le IPO e i periodi particolarmente favorevoli. Inoltre viene evidenziato il ruolo dell'effetto di disposizione dei manager sulla maggior velocità di quotazione, quando la valutazione della società è elevata. Questo effetto rappresenta la tendenza degli individui a realizzare guadagni molto più velocemente di quanto avvenga per le perdite e considerare come punto di riferimento il prezzo di offerta piuttosto che la prospettiva di crescita della performance; in questo gioco è incisiva la riluttanza degli individui a riconoscere di aver sbagliato e considerare un'ipotetica sottovalutazione come una condizione 'passeggera'. L'investitore potrebbe essere meno incline al rischio quando si è al cospetto di un guadagno sicuro ed esserlo di più nella decisione di mantenere un'azione che ha diminuito il suo valore. Questo fenomeno viene traslato nel caso dei manager i quali, quando la valutazione della loro società cresce perché la medesima di altre aziende comparabili aumenta, tendono a velocizzare i processi per raggiungere il più veloce possibile un guadagno, sfruttando il numero più alto di investitori potenzialmente interessati; in caso contrario tenderanno a posticipare la quotazione nella speranza di tempi migliori, a volte rinunciando completamente alla quotazione. Infatti l'ipotesi, che gli autori cercano di confermare, afferma che ci sia una relazione negativa tra il rendimento del mercato azionario e la durata del periodo che intercorre tra la decisione di quotazione e il primo giorno di negoziazione. Nell'articolo gli autori cercano anche di dimostrare che in mercati rialzisti, data la maggior velocità dei processi di quotazione, lo sconto applicato e quindi, i soldi rimasti sul tavolo, potrebbero essere superiori per avere rendimenti elevati nei primi giorni di negoziazione e rinunciare a una valutazione potenzialmente maggiore. Seguendo la logica, dovrebbero essere maggiori gli sconti nei periodi difficili per attirare un maggior numero di investitori.

Nei test vengono considerati i rendimenti azionari durante la fase pre-approvazione, post-approvazione e dopo la data effettiva di quotazione, includendo anche la data ipotetica

alla quale sarebbe stato opportuno quotarsi. I risultati dimostrano che maggiore è il rendimento del mercato, più velocemente le aziende arrivano al giorno di quotazione. Si osserva il fatto che prima della decisione di intraprendere l'IPO, i dirigenti aziendali esaminano l'andamento del mercato; dopo l'approvazione viene sempre monitorato l'andamento e quando quest'ultimo migliora, i manager accelerano i tempi, per l'effetto di disposizione, e cercano di raggiungere il guadagno più velocemente. Inoltre si sottolinea che i fattori esogeni hanno influito maggiormente sulle valutazioni dirigenziali nel periodo precedente alla data di decisione rispetto al tempo post-approvazione. I comportamenti osservati possono valere anche per l'epoca del Covid? Sono valide le potenziali perdite di guadagni per un'eccessiva 'fretta' o è necessario valutare singolarmente la situazione di ogni azienda?

2.4 Quotarsi durante i 'mercati caldi'

Alcuni settori in particolare hanno avuto una grande espansione e un aumento delle opportunità di crescita grazie alla pandemia, mentre altri sono stati colpiti duramente; con riferimento ai primi, la possibilità per alcune aziende di rendersi pubbliche quotandosi è diventata più concreta per la presenza di un mercato più 'caldo'. Il cambiamento dello stile di vita, già in corso nell'ultimo decennio, ha avuto un'incredibile accelerazione, fornendo un ambiente favorevole per realtà relativamente giovani.

Per quanto riguarda questi temi, Ritter (1991) cerca di capire il motivo per il quale, le società che emettono azioni con un'offerta pubblica iniziale nel periodo tra il 1973 e il 1984, hanno un rendimento medio inferiore rispetto ad aziende già quotate nello stesso settore o di simile dimensione, nei primi 3 anni dal momento della chiusura del primo giorno di negoziazione. L'autore sottolinea che ci sono anche altre anomalie in un IPO come *l'underpricing* e i periodi ciclici di maggior effervescenza del mercato; con il sottoprezzo le aziende emittenti hanno rendimenti iniziali elevati, ma è una curva che si stabilizza sempre più nel lungo periodo, confluendo in pessimi risultati.

Si individuano tre motivi che possono influenzare la sottoperformance di lungo periodo, ovvero l'errata valutazione del rischio, la sfortuna o l'eccesso ottimismo degli investitori durante la parte iniziale della quotazione. Secondo l'autore è quest'ultimo il fattore più incisivo. Risulta coerente con le supposizioni il fatto che le società che si quotano a un'età giovane dimostrano di avere rendimenti iniziali elevati, calcolandoli al prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione, per poi a lungo termine risultare molto meno redditizie rispetto ad imprese già presenti nel mercato azionario. Infatti in quegli anni, le imprese che rientravano nel settore high-tech e dell'energia cercavano di espandersi

velocemente e nel momento di maggior effervescenza del loro mercato si quotavano, ma poi nei tre anni successivi al primo giorno di negoziazione hanno generato un rendimento negativo e inferiore a società già quotate oppure appartenenti ad un altro settore. Si può notare, per esempio, che diversamente, quando si trattava di istituti bancari che mediamente avevano una vita di 50 anni al momento dell'emissione, si avevano performance di gran lunga maggiori a distanza di 3 anni anche se i primi risultati non erano straordinari come nel caso delle giovani società. Questa osservazione sostiene la tesi dell'autore riguardo l'eccessivo ottimismo di partenza. Da una parte le performance iniziali possono essere spiegate da un maggiore *underpricing* collegato a un rischio più elevato data la giovane età aziendale; dall'altra, come l'autore cerca di spiegare, un eccesso di ottimismo che si spegne lentamente col passare del tempo e che manifesta un atteggiamento positivo passeggero.

Nonostante ciò, mediamente tutte le società osservate con una IPO hanno un rendimento a 3 anni inferiore del 17% rispetto a quelle già quotate. Per avere buone performance e una crescita sostenibile potrebbe essere incisivo valutare che il periodo non sia solamente "un'onda passeggera", ma che effettivamente la tendenza è quella di un cambiamento duraturo. E in questa pandemia quali saranno i cambiamenti più longevi che a loro volta influiranno nell'espansione di determinati settori? Prima ancora di fare questa considerazione, sarà necessario capire gli obiettivi della società; infatti le intenzioni potrebbero essere solamente quelle di intraprendere un'azione speculativa per avere degli enormi flussi di cassa in entrata, magari per risolvere una situazione difficile. Nonostante ciò, l'obiettivo potrebbe basarsi su una visione di lungo termine. Le IPO durante il Covid avranno rendimenti decrescenti nei prossimi 3 anni o, trattandosi di cambiamenti potenzialmente permanenti, avranno performance uguali o superiori alle aziende già consolidate?

2.5 Impatto di investitori professionisti nella quotazione

Viene sottolineata la differenza tra gli investitori *retailer* e quelli *professionisti*. Durante la pandemia, i consumatori/investitori sono più attenti a come spendere il proprio denaro per due motivi: la crisi che colpisce la stabilità finanziaria di una vasta gamma di individui; l'aumento inevitabile delle incertezze sulla possibilità di sopravvivenza delle società, le quali, non conoscendo la durata della situazione particolare, non sono in grado di definire programmi certi di lungo termine. In questo contesto potrebbero essere fondamentali le competenze dei *venture capitalist* (VC), capaci di esaminare in maniera più precisa il destino dell'economia e dando addirittura una possibile impronta al cammino da percorrere. Gli investitori professionali, insieme alle forze politiche, potrebbero essere

cruciali perché si trovano nelle condizioni di poter gestire ingenti capitali e di contribuire allo sviluppo di un'economia più sana e sostenibile con un'importante presenza nei capitali sociali delle società.

Un significativo contributo nel capire se queste figure possano essere rilevanti nelle performance delle aziende pubbliche arriva da Megginson, Meles, Sampagnaro e Verdoliva (2019), che esaminano i diversi impatti dei *venture capitalist* (VC) sul rischio finanziario delle società che diventano pubbliche mediante l'IPO, analizzando un campione di 1593 IPO statunitensi dal 1990 al 2007. Innanzitutto questi investitori analizzano le aziende su cui investire valutando la loro stabilità finanziaria e quindi dovrebbe essere comune che, in questi casi, le realtà considerate siano di maggiore qualità rispetto alle società che si quotano senza il supporto dei VC. Però gli autori evidenziano che alcuni investitori meno considerati potrebbero forzare una quotazione soltanto per accrescere la propria immagine, non preoccupandosi delle conseguenze, che potrebbero ampliarsi nella pandemia. Inoltre l'articolo cerca di capire se le VC contribuiscano alla crescita della stabilità finanziaria aziendale per la loro presenza, per le maggiori quantità di capitali disponibili o grazie ad entrambe. Una prima ipotesi si concentra sulla differenza di rischiosità finanziaria delle società affiancate da VC e quelle che non lo sono; una seconda ipotesi si sofferma sul livello di impatto della reputazione di tali investitori; come terza questione gli autori cercano di registrare le differenti performance post-IPO per i tipi diversi di VC. Su quest'ultimo punto si potrebbe sottolineare la differenza degli investitori istituzionali, perché appunto VC affiliate a banche e assicurazioni sono caratterizzate da un livello più elevato di prudenza rispetto ai privati, i quali cercano rendimenti più alti ma allo stesso tempo più rischiosi.

Dai primi risultati, si conferma l'ipotesi che le società sostenute da VC presentano minori difficoltà finanziarie. Successive evidenze mostrano un aumento significativo della stabilità grazie sia alla sola attività di valutazione aziendale che ai servizi finanziari offerti dai *venture capitalist*. Per l'ultima ipotesi, vengono considerati i VC con la maggior quota di investimento alla data di quotazione. L'esito conferma la supposizione degli autori, infatti le VC del tipo banca tendono a stabilire rapporti più longevi con realtà a basso rischio finanziario e a creare maggiori sinergie. In un secondo momento gli autori si concentrano sulle performance post-IPO di diverse società considerando il contributo di VC di alta e bassa reputazione perché entrambi potrebbero condurre diverse strategie di investimento. Infatti vengono calcolati indici come il ROA e l'EBITDA nei successivi cinque anni dall'IPO e dal riscontro si evince che mediamente i valori sono maggiori in media del 6/8 % per le aziende supportate da VC con un'alta reputazione rispetto a quella con bassa considerazione.

Contrariamente, calcolando la correlazione con il rischio di difficoltà finanziarie al posto delle prestazioni, si osserva che la bassa reputazione dei VC è collegata a una bassa possibilità di problemi finanziari. Semplicemente è il modo con cui questi investitori svolgono la loro azione di monitoraggio e di investimento che influenza la solidità finanziaria; un'alta aggressività di investimenti a lungo termine, la quale riduce il rapporto capitale circolante/totale attività, porta a maggiore redditività operativa e per gli azionisti, ma allo stesso tempo la maggiore esposizione del debito aumenta la possibilità di ricadute finanziarie.

Nei mesi colpiti dal Covid-19 i benefici apportati dalle grandi corporazioni di investitori potrebbero risultare superiori ai rischi di esposizione di lungo termine e valutare investimenti nei settori in crescita e potenzialmente stabili potrebbe avere un effetto di leva anche per i settori maggiormente colpiti dalla crisi. La dimostrazione che ci siano rendimenti superiori grazie alla presenza di VC potrebbe essere un punto di partenza per le società che hanno registrato una spinta maggiore dalla situazione particolare corrente. Si sottolinea, inoltre, che è necessario uno sforzo collettivo al fine di evitare comportamenti opportunistici e di breve prospettiva, soprattutto con una volatilità alta come in questo momento.

2.6 I diversi tipi di cliente aziendale

Saboo , Kumar e Ankit (2017) discutono sugli strumenti moderatori delle concentrazioni dei clienti di un'impresa e degli effetti di quest'ultima sulla performance durante l'offerta pubblica iniziale. Ribadiscono che molte realtà utilizzano ingenti quantità di risorse con l'obiettivo di creare solide relazioni con una piccola parte di clienti a cui sono legati la maggior parte dei profitti; questi legami minimizzano diversi costi legati alla divulgazione di informazioni, commercializzazione, gestione delle scorte e burocrazia. Ma allo stesso tempo sottolineano che una focalizzazione su una piccola quantità di consumatori può risultare negativa perché aumenta la loro forza contrattuale; vengono chiesti prezzi più bassi, personalizzazioni, maggior crediti commerciali e un cliente perso può risultare molto dannoso. Dal punto di vista del bilancio, viene colpita la redditività aziendale e il valore creato dall'impresa viene duramente assorbito. La redditività è uno strumento affidabile perché permette di misurare il margine di profitto e quindi indicare la forza contrattuale dell'azienda e i costi minimizzati dipendenti dalla concentrazione di clienti.

Per quanto riguarda la quotazione iniziale un'alta concentrazione della base di clienti (pochi di numero ma profittevoli e durevoli) influenza positivamente le performance dell'azienda per diversi motivi: avere clienti fedeli può significare alta qualità dell'impresa,

flussi di cassa costanti e positivi e anche fonte di risorse grazie a un maggior coinvolgimento di questi nell'attività aziendale. Questi fattori aumentano la fiducia degli investitori verso aziende che nonostante la quotazione solitamente sono giovani e caratterizzate da un futuro incerto.

Ci sono dei fattori 'moderatori' che diminuiscono l'impatto sul bilancio, in particolare sulla redditività aziendale, quali le capacità di marketing, operative e tecnologiche. Ma c'è anche un fattore che può ampliare gli effetti negativi dell'alta concentrazione, ovvero la qualità del credito del cliente.

Per raggiungere una completa analisi delle conseguenze sulla redditività aziendale e le performance post-IPO della suddivisione dei profitti per i vari clienti, oltre alle capacità organizzative e alla qualità del credito, si prendono in considerazione altre variabili come l'età dell'azienda, la sua dimensione, le opportunità del settore e le quote delle varie imprese, il numero di segmenti di business che solitamente è ridotto per le realtà economiche che si quotano inizialmente, lo scostamento del prezzo inizialmente impostato da quello effettivamente emesso, la capitalizzazione di mercato, la tendenza dell'isomorfismo nello stesso settore.

Gli autori non contrastano l'idea di creare relazioni profittevoli con i clienti, ma semplicemente di non restringere il campo a pochi individui e suggeriscono un'evoluzione della concentrazione della clientela durante le varie fasi aziendali, perché nel momento della quotazione un'alta concentrazione migliora le performance dell'impresa e può essere la leva fondamentale per il percorso di sviluppo, ma nel lungo termine colpisce negativamente le prestazioni contabili.

2.7 IPO e franchising

In un periodo di grande incertezza come la pandemia, si considera che ci possano essere fattori più concreti in grado di mitigare il rischio correlato di una quotazione. Non si può solamente fare affidamento alla paura o ai mercati 'caldi'; le stesse società possono attuare modelli concreti di business in modo da attirare nuovi investitori diversificando il rischio.

A questo riguardo Ozdemir e Kizildag (2017) si concentrano sulla correlazione tra l'attività di franchising delle aziende e le performance dell'IPO, ovvero *l'underpricing* e il rendimento azionario e contabile di lungo periodo, osservando un campione di 220 IPO di aziende attive nel settore della ristorazione, tra il 1980 e il 2014. Il tema delle variabili che possono mitigare e spiegare le incertezze dell'offerta pubblica iniziale è oggetto di continui studi che ogni volta considerano fattori diversi fra loro che potrebbero avere un impatto

sulla quotazione. Gli autori fanno riferimento alle aziende della ristorazione, dove il franchising è molto diffuso e quindi permette di avere un'ampia gamma di esempi su cui basare i propri studi. Il franchising è uno strumento strategico che permette alle imprese di sviluppare una rete vendita amministrata da affiliati indipendenti, che gestiscono con una certa autonomia questi punti vendita, con una propria strategia e redditività. L'azienda affiliante permette ai gestori di utilizzare il proprio nome, la marca e di vendere i propri prodotti in cambio del pagamento di royalties. Da questo tipo di accordo l'affiliante può trarre diversi benefici perché permette di risparmiare ingenti investimenti nello studio del mercato locale e nella gestione e coordinazione dei vari punti vendita e, inoltre, facilita l'accesso a competenze manageriali di più alto livello. Un altro aspetto positivo sono i flussi di cassa generati dal pagamento delle royalties dai gestori dei punti vendita, che possono essere considerati come una costante entrata di denaro. Da questo punto di vista il franchising può ridurre il rischio di aziende giovani nel loro percorso di crescita e quindi potrebbe aumentare la fiducia degli investitori, così migliorando le performance della quotazione. L'altra faccia della medaglia nasconde, però, alcune difficoltà che possono presentarsi in un percorso di questo tipo come un disallineamento delle strategie tra la cedente e l'affiliato, perché quest'ultimo potrebbe agire nei propri interessi, avere una visione a breve termine o completamente diversa, andando a colpire l'immagine dell'affiliante.

Per quanto riguarda il primo test, esso mostra una correlazione positiva tra la presenza di attività di franchising e di sottovalutazione. Ciò indica che questa strategia di sviluppo viene considerata rischiosa dagli investitori, i quali richiedono un premio più elevato, con un *underpricing* del 10,17 % più alto rispetto ad aziende non franchising. Questa relazione è dimostrata fino a quando i livelli di franchising sono bassi; quando questa attività è largamente utilizzata il rischio percepito dagli investitori sembra venir meno. Nella seconda verifica, invece, i rendimenti di lungo termine (considerando un periodo di tre anni dal prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione) delle aziende franchising è maggiore di quelle non franchising; questo risultato suggerisce che le realtà economiche le quali registrano una sottovalutazione maggiore tendono a stabilizzarsi e a migliorare rispetto alla situazione contraria. I benefici del franchising sembrano superare i costi e i rischi sopportati dalle imprese affilianti. Non significa però che le performance siano positive, si evidenzia solo un buon miglioramento dei rendimenti.

Gli autori di questo studio dimostrano che il franchising è un fattore che può influenzare significativamente le percezioni degli investitori. Quest'ultimi potrebbero considerarlo come un rischio aggiuntivo, ma allo stesso tempo possono percepire questo

accordo come un'ulteriore diversificazione del rischio sostenuto dall'azienda e avere conseguenze notevoli nella differenza tra il prezzo di offerta e il reale prezzo delle azioni. Oltre ciò, un rendimento di lungo periodo post-IPO è una dimostrazione che una giusta combinazione di investimenti delle società quotate può portare a rendimenti fruttuosi, a discapito dell'incertezza molto diffusa durante il periodo del Covid-19.

2.8 Utilizzo dei flussi di cassa post-quotazione

Per le aziende giovani che decidono di fare un'offerta pubblica iniziale potrebbe essere più determinante la prospettiva di crescita e il perdurare del suo sviluppo rispetto ai suoi indici economici. Infatti Ritter e Welch (2002) mostrano come nel corso del tempo, dagli anni '80 fino alla bolla speculativa di Internet, siano aumentate di molto le aziende con una redditività economica non costantemente positiva negli anni precedenti alla quotazione e come questa caratteristica non abbia influito nei rendimenti delle azioni dei primi giorni in borsa. E' idoneo considerare solo l'aspettativa di crescita o includere nella valutazione di quotazione anche gli indici aziendali? I tempi dei cambiamenti nel 2020 sono stati per forza di cose brevissimi, quindi potrebbe essere normale che le società non si presentino con una situazione solida come in altri periodi e quindi la scelta del mix tra aspettativa e indici nella valutazione di un'IPO può valere anche per un periodo come quello della pandemia?

In un momento così favorevolmente sbilanciato verso alcuni settori, uno dei principali motivi di una quotazione potrebbe essere la crescita. E' la risposta più ovvia e immediata; infatti diventare pubblici significa cambiare in buona parte la struttura aziendale e i flussi di entrata potrebbero essere un buon trampolino per un'espansione dei vari segmenti nel quale un'azienda opera. Allo stesso tempo, come affermano Jang e Mun (2019), questo percorso è pieno di costi e di rischi post-quotazione. La crescita non sempre però potrebbe essere lo scopo più sicuro e scontato della quotazione.

A questo riguardo, gli autori analizzano le performance post-IPO di un campione di aziende, attive nel settore della ristorazione, e provano capire il motivo per il quale alcune società non sono riuscite a raggiungere un vantaggio competitivo e a sopravvivere a lungo. A differenza dei precedenti studi che hanno cercato di interpretare i motivi di quotazione esaminando solamente le performance contabili pre-IPO, gli autori integrano le prestazioni post-IPO con i relativi flussi dei proventi in modo complementare perché sostengono che l'obiettivo della quotazione potrebbe essere compreso solamente dopo l'offerta e che è importante, non solo il bisogno di soldi, ma come vengono impiegati. Nell'articolo sono individuati diversi studi che definiscono i vari motivi che spingono le società a rendersi

pubbliche, tra i principali la riduzione dell'indebitamento finanziario, il riequilibrio del capitale dopo grandi investimenti e la maggiore liquidità in entrata che spesso viene utilizzata per finanziare la R&S e non per ripagare i debiti; non sempre l'obiettivo è la crescita, infatti in alcune realtà le variazioni delle vendite non sono state significative proprio perché il primo obiettivo era il rimborso degli oneri finanziari e la diminuzione del rapporto debiti finanziari/attività. Da qui si può capire come la posizione contabile aziendale precedente possa essere un punto di partenza importante per comprendere le intenzioni degli emittenti.

Ciò di cui gli autori sono certi è che la quotazione porta ad un mutamento della composizione finanziaria e il successivo impiego è fondamentale per capire il motivo delle prestazioni di lungo periodo. Nel primo test sono stati utilizzati alcuni indici patrimoniali e di redditività delle vendite e dell'attivo come variabili dipendenti, poi sono stati confrontati le differenze delle operazioni prima delle quotazioni con i risultati fino a tre anni dopo l'IPO perché si considera che le aziende della ristorazione abbiano utilizzato i flussi di proventi nei periodi subito successivi all'offerta. Un secondo test è stato eseguito per valutare l'impatto di alcune variabili finanziarie, spese non operative e efficienza operativa sulla probabilità che una società possa rimanere in borsa per cinque o più anni dopo l'IPO.

Dai primi risultati si sono verificate due principali situazioni: che nell'anno dell'IPO la leva finanziaria è diminuita drasticamente, circa del 30%, continuando a rimanere inferiore anche negli anni successivi; le spese in conto capitale sono aumentate solamente nel primo anno della quotazione. Successivamente vengono osservati gli elementi contabili delle società separando quelle che sono rimaste pubbliche per più di cinque anni da quelle che non lo sono state. Si osserva che le prime hanno diminuito maggiormente i debiti a lungo periodo rispetto alle seconde che si sono concentrate su quelle a breve (7% contro 1% in meno nell'anno della quotazione); inoltre che quelle non revocate hanno avuto minori spese in conto capitale rispetto alle aziende con una vita pubblica minore di cinque anni, le quali hanno preferito concentrarsi sugli investimenti e le vendite.

Nel complesso lo studio conferma che il motivo principale di un'IPO è il riequilibrio finanziario e, in un secondo momento, la crescita. In aggiunta, è stata dimostrato che gli elementi contabili post-IPO, usati in modo complementare alla precedente situazione, sono un buon strumento per capire le cause della durata pubblica dopo la pubblicazione; tra queste il peso dei debiti di lungo termine. Dalle osservazioni perviene che le società revocate o che hanno subito delle fusioni entro i primi cinque anni dalla quotazione si sono concentrate sull'aumento delle vendite e sull'espansione; si potrebbe dire che la crescita non sia un fine così scontato e sicuro e che durante la pandemia alcune società potrebbero

avere sfruttato il momento per stabilizzare la loro struttura finanziaria per poi potersi espandere. Quotarsi per espandersi in questo momento particolare porterà agli stessi risultati o la crescita potrebbe essere così forte da stabilizzare allo stesso tempo la situazione aziendale?

3 Il caso Doordash

3.1 Introduzione Doordash

In data 13 novembre 2020 Doordash presenta la prima dichiarazione di registrazione, in data 30 novembre definisce il prezzo iniziale proposto per la quotazione nel range \$75-\$85. Successivamente, nell'aggiornamento del suo prospetto S-1 del 4 dicembre, il prezzo comincia a salire e viene stimato in media del \$92,50, concentrandosi in un range tra i \$90-95. Come sottolinea Russel Redman, al momento della quotazione in data 9 dicembre, il prezzo arriva a \$102, superando di molto le aspettative e chiudendo la prima giornata con una cifra per azione che sfiorava i \$190, con un incremento giornaliero dell'86%. Quali fattori possono aver sostenuto le ottime performance dell'IPO nella pandemia?

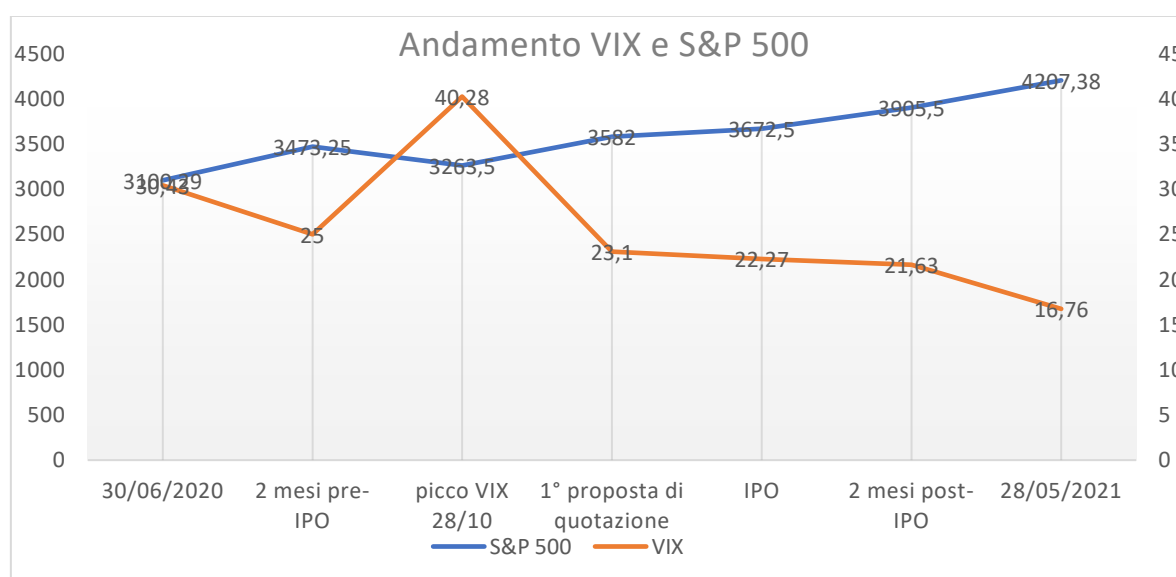
3.2 Correlazione paura e timing IPO

La paura è stata una delle variabili più importanti durante il 2020. Si può considerare come il risultato del timore per la crescita dei contagi e dei decessi, il quale ha degli effetti inevitabili sulla fiducia di un ritorno alla normalità. La possibilità di uscire dalla pandemia influenza in modo rilevante le performance del mercato azionario, che considera il mix tra i dati del presente e le prospettive di crescita future. Si esamina l'effetto di questa variabile sulla fulminea quotazione di Doordash.

La quotazione è avvenuta nel giro di neppure un mese, un tempo brevissimo considerando che solitamente qualche mese è necessario per un'offerta pubblica iniziale. L'IPO viene descritta come un processo molto delicato che si suddivide in diverse fasi, includendo anche una vasta pluralità di soggetti. Innanzitutto l'arco temporale, compreso tra la dichiarazione della volontà di quotarsi e il primo giorno di negoziazione, è di 4-6 mesi di solito. Inoltre i soggetti che partecipano sono molteplici, quali il global coordinator, l'*advisor* finanziario, gli studi legali, ecc. L'azienda emittente e tutte le altre figure che partecipano, supervisionano e supportano il processo di quotazione, devono svolgere diverse fasi tra cui la redazione di tutti i documenti informativi necessari per l'offerta, il bookbuilding, attività di marketing e di collocamento (*Borsa italiana*); questi diversi step richiedono molta attenzione nel soddisfare tutto ciò che viene richiesto dalla legge, impiego di risorse e di molto tempo. Doordash ha forzato decisamente i tempi per riuscire a concludere la quotazione in un solo mese. Per questo motivo si considera l'impatto della paura, una variabile

Plotnicki e Szyszka (2014) nel loro articolo hanno cercato di osservare il fenomeno dei diversi timing in occasione delle IPO. Sono arrivati a descrivere una situazione nella quale durante i mercati rialzisti le società tentavano di accelerare sempre più le tempistiche di quotazione; quando capivano che i rendimenti azionari risultavano molto alti velocizzavano le procedure per cercare un guadagno sicuro e veloce, anche se effettivamente non erano pronte per la giovane età o l'instabilità finanziaria. La volontà di avere un guadagno sicuro subito spingeva i dirigenti a forzare i tempi, rinunciando a una valutazione potenzialmente maggiore in futuro.

Il caso Doordash potrebbe rientrare in queste situazioni. Per valutare se uno dei motivi del timing fulmineo possa essere stato il livello elevato di fiducia del mercato, si può prendere in considerazione l'indice VIX. Questa misura è un indicatore della volatilità percepita dagli investitori riguardo l'indice azionario S&P 500, che a sua volta è uno strumento per misurare l'andamento del mercato americano. Viene anche definito "l'indice della paura"; tanto più grande è il valore del VIX, minore sarà la fiducia degli investitori nel mercato. Inoltre possiamo confrontare le tempistiche dell'IPO e l'indicatore VIX con l'andamento stesso dello S&P 500; quest'ultime due misure non per forza presentano lo stesso comportamento in quanto l'una potrebbe anticipare o esserne una conseguenza.



Dati *Investing.com* [online], VIX e SPX.

Grafico 1

Dal Grafico 1 si può osservare che la società ha deciso di quotarsi in un momento di maggiore ottimismo rispetto ai primi due mesi precedenti. In un anno in cui era diffusa un'alta incertezza, l'azienda voleva sfruttare un momento migliore dei precedenti e, con nessuna sicurezza che potesse durare ancora lungo, potrebbe avere pensato di velocizzare i tempi di quotazione.

La diminuzione della paura, osservando il grafico di Doordash, sembra aver avuto un impatto rilevante sulle decisioni dell'azienda, come quella appunto di accelerare i tempi di quotazione; Mazumder e Saha (2021), infatti, nel loro articolo esaminano quanto essa possa essere determinante sui rendimenti di giovani società che affrontano una IPO durante la pandemia e dimostrano che quest'ultime risentono maggiormente di indici correlati alla paura, quali il numero di contagi e le possibili riaperture, rispetto ad aziende già presenti nel mercato azionario.

La decisione di rendersi pubblica sembra supportare le riflessioni di entrambi gli studi. Per quanto riguarda gli autori Plotnicki e Szyszka (2014), la loro intuizione evidenzia come un momento particolarmente favorevole possa spingere i dirigenti a diminuire drasticamente le tempistiche per aprire il proprio capitale al pubblico degli investitori; non a caso quindi, osservando il grafico, l'indice S&P 500 al momento della prima proposta da parte di Doordash stava seguendo un trend crescente, salvo qualche giorno meno convincente. Inoltre, l'indice VIX, al momento della decisione di quotarsi, era ai livelli più bassi da molto tempo ed è un altro fattore che i dirigenti potrebbero aver valutato, dal momento che, come spiegano Mazumder e Saha (2021), ha un effetto incisivo sulle performance azionarie.

3.3 Il boom di Doordash pre-IPO

Un fattore osservabile strettamente collegato con l'andamento della fiducia è l'ottimismo; a volte i due termini vengono utilizzati come sinonimi, in altre occasioni l'uno è conseguenza dell'altro, ma si può concordare sul fatto che hanno una forte correlazione positiva.

A questo riguardo, Ritter nel suo articolo del 1991, individua nell'ottimismo una delle maggiori cause dei rendimenti deludenti nei tre anni successivi all'IPO, registrati da un campione di imprese. L'autore osserva che nei periodi effervescenti, dove l'ottimismo era molto alto, le società si quotavano e, nonostante i rendimenti elevatissimi dei primi giorni, nei successivi tre anni registravano rendimenti nettamente inferiori alle aziende già presenti nel mercato, dimostrando che il settore era soltanto sopravvalutato. Si cerca di capire se, i dirigenti di Doordash, hanno sfruttato un mercato effervescente per quotarsi oppure se il momento era opportuno anche per il business aziendale; inoltre da questa considerazione si può prevedere una possibile evoluzione dell'andamento della società.



Grafico 2

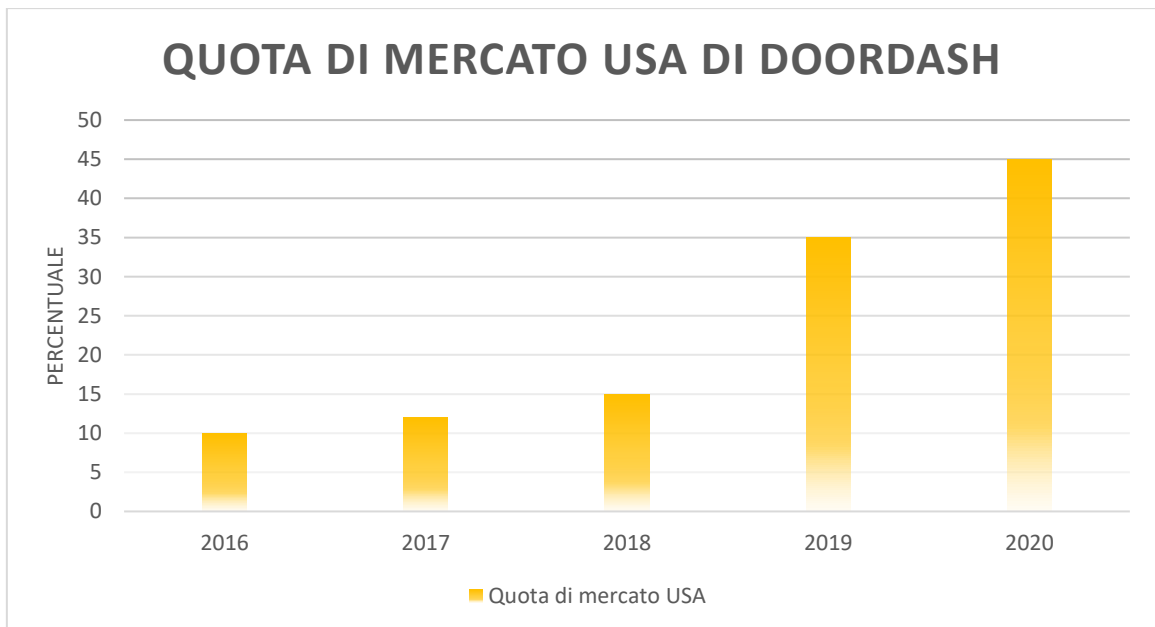


Grafico 3

Dai dati di Curry (2021), nel Grafico 2 e 3 si osserva che, non solo il mercato in generale si era ripreso, ma anche gli affari di Doordash avevano raggiunto risultati mai visti prima. Il trend crescente degli ultimi anni precedenti alla pandemia permette di dire che, per la società, il 2020 non si è trattato solamente di un periodo positivo ‘passeggero’, ma il punto più alto della sua espansione. L’occasione dell’emergenza Covid-19 può essere considerata ottimale per la quotazione di un’azienda attiva nel settore del delivery food e rassicura che il destino di Doordash nel lungo termine potrà essere molto più performante delle aziende individuate da Ritter (1991). Le dichiarazioni della stessa società nel suo prospetto informativo affermano che i dirigenti si aspettano una diminuzione della spinta del business, rispetto all’anno di pandemia, assicurando comunque buone prospettive per mantenere una crescita costante, seppur meno vertiginosa.

La consapevolezza che gli ordini, per effetto dei vaccini e delle riaperture, saranno minori, è un'ulteriore conferma che il momento scelto per la quotazione non è stato influenzato soltanto da decisioni opportunistiche per sfruttare un momento temporaneamente migliore, rinunciando a maggiori prospettive; quel periodo potrebbe essere stato in assoluto il più idoneo per l'IPO di Doordash.

3.4 Principali *venture capitalist*

Dalla tabella si può osservare che nel corso degli anni ci sono stati numerosi *venture capitalist* che hanno posto la loro fiducia nell'azienda del delivery food. Queste figure quanto potrebbero aver influito sul successo e sulla performance della quotazione di Doordash?

DATA	AMMONTARE	INVESTITORI
30/9/2013	\$ 2,4 MLN	Andy Rachleff, David Lee Keith Rabois, Paul Buchheit, Pejman Nozad Saar Gur
27/5/2014	\$ 17,3 MLN	Charles River Ventures Khosla Ventures Pear Ventures Ted Zagat
24/3/2016	\$ 127 MLN	Khosla Ventures, Wellcome Trust, Y Combinator
01/03/2018	\$ 535 MLN	GIC, Sequoia Capital SoftBank Group, Wellcome Trust
16/08/2018	\$ 250 MLN	Coatue Management DST Global
18/06/2020	\$ 400 MLN	Durable Capital Partners Fidelity Investments

		T. Rowe Price Associates
--	--	--------------------------

Vcnewsdaily.com, 2020

Tabella 1

Si osserva dalla Tabella 1 che uno dei principali VC è Pear VC, il quale potrebbe essere stato determinante nel momento di nascita dell'azienda, appartenente a Hershenson e Nozad, che al momento detengono circa 2,5 milioni di azioni della società, portando il loro capitale inizialmente investito nel 2013, di circa \$1,9 milioni, a \$440 milioni. Il fondo è presente da molti anni nelle università di Stanford, supporta e analizza le opportunità create dagli studenti, cercano di intercettare le idee prima ancora che diventino realtà e Doordash non è l'unico esempio interessante che hanno individuato; inoltre sono promotori di molti progetti universitari che mettono a contatto gli studenti con manager di altre start-up di livello. I due partner stanno tentando di trovare la stabilità del loro fondo in continua crescita, ma la loro intraprendenza e il supporto ai progetti universitari fanno godere di una certa notorietà (Alex Konrad, 2020). Un altro importante investitore che ha supportato Doordash in tutti i suoi round effettuati dal 2014 in poi è Sequoia Capital; la società di investimento ha investito in Doordash circa \$125 milioni e detiene circa il 6% del potere di voto, per un ammontare di circa \$9,5 miliardi considerando il prezzo delle azioni alla chiusura del primo giorno di negoziazione. Il VC Sequoia è riconosciuto a livello internazionale per altri investimenti in società tecnologiche come Whatsapp e Zoom video comunicazioni. Nel 2020, questo VC ha visto quotarsi un'altra realtà che ha supportato fin dalla sua nascita, ovvero Airbnb; con investimenti che si sono dimostrati ottimi, Sequoia dimostra di avere un'efficace visione di lungo termine e si è concentrata su modelli di business all'avanguardia e, al giorno d'oggi, molto utilizzati (Luisa Beltran, 2020). Un altro esempio di società che ha investito molto denaro in Doordash, è stata Group Softbank, una holding considerata la 39esima società più grande al momento secondo Forbes Global 2000. Negli ultimi quattro round dell'azienda del delivery-food, Softbank ha collocato circa \$680 milioni che si sono trasformati alla fine del primo giorno di negoziazione in \$11,5 miliardi; adesso è l'investitore istituzionale con la maggior partecipazione al capitale (Oguh e Nussey, 2020). Ad aggiungersi alla lista dei grandi investitori è il fondo sovrano istituito dal governo di Singapore, il GIC Private Limited che detiene circa l'8,37% delle azioni di Doordash (Chong, 2020). Nell'elenco dei *venture capitalist* ci sono altri nomi, ma questi quattro meritano di essere nominati per la loro dimensione, storia e supporto alla quotazione.

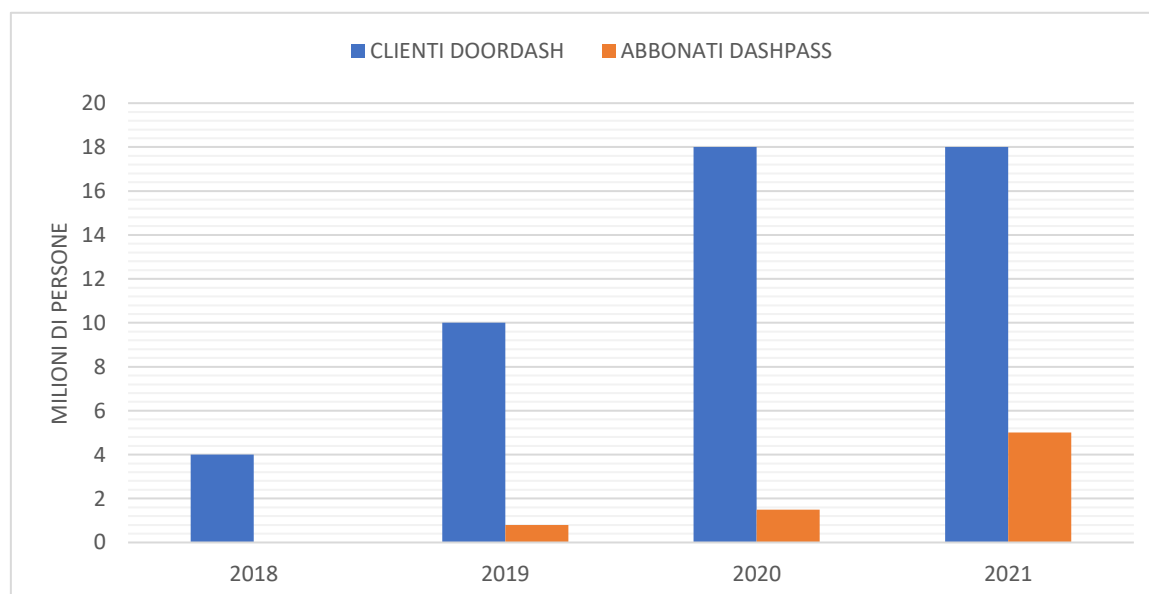
La notorietà di queste società/fondi di investimento può essere uno dei motivi che ha permesso all'azienda oggetto di studio di registrare performance sopra le attese nei primi

giorni e mesi post-quotazione. Inoltre i dati mostrano che alcuni dei grandi VC non si sono avvicinati solamente nei momenti finali prima dell'IPO, ma hanno contribuito al sostentamento della società in tutto il suo percorso di crescita. Infatti come dimostrano Megginson, Meles, Sampagnaro e Verdoliva (2019) nel loro articolo, le società che si quotano con il sostegno di VC, a differenza di quelle che non lo sono, presentano un miglioramento della stabilità finanziaria e che, nel caso di investitori istituzionali di alta reputazione, nei cinque anni successivi alla quotazione il valore aziendale insieme alla redditività per gli azionisti sono significativamente più elevati confrontandoli con situazioni in cui i VC non hanno una forte considerazione.

Questa osservazione su un vasto campione di IPO statunitensi fino al 2007 potrebbe essere utilizzata per prevedere una possibile evoluzione delle performance di Doordash nei prossimi anni, anche se al tempo dello studio la situazione era ben diversa da quella della pandemia. Nonostante ciò, il cambiamento permanente dello stile di vita dei consumatori e la sicurezza derivante dalla presenza di VC possono far pensare che la società abbia ancora margini di crescita e di poter prosperare a lungo.

3.5 Impatto fidelizzazione clienti sulla quotazione

Si osservano i dati riguardo la composizione della clientela e si valutano gli impatti che questa può aver avuto sulla valutazione degli investitori, durante il periodo di quotazione.



Curry (2021)

Grafico 4

Doordash ha visto il numero degli utenti che utilizzano la sua piattaforma crescere esponenzialmente nell'ultimo anno: dai dati del Grafico 4 si può osservare che gli utilizzatori nel 2018 erano circa 4 milioni, passando per i 10 milioni del 2019 e raggiungere

i 18 milioni nel 2020 (Curry, 2021). Da sottolineare il fatto che anche il numero di clienti fedeli sono aumentati e quelli già presenti prima della quotazione spendono più tempo sul sito, con aumento anche del numero di ordini. Per clienti fedeli si intendono con loro che sono abbonati a DashPass, un servizio che consente di avere accesso a consegne illimitate a zero costi per ordini superiori ai \$12, pagando una cifra di \$9,99 al mese, come sottolinea Redman (2020); i dati confermano una crescita esponenziale, dagli 800 mila abbonati del 2019 ai 5 milioni del 2020. Per chi ordina costantemente cibo a casa, questa possibilità è molto conveniente in termini di costi; la società, invece, può considerarla come una possibilità di fidelizzare i clienti e avere dei guadagni fissi.

In questi mesi del 2021 sembra ormai sicuro che Doordash stia facendo un altro passo avanti, per quanto riguarda la possibilità di trovare nuovi modi di avvicinare e mantenere il cliente alla piattaforma; infatti sta per creare la prima forma di pagamento a marchio del settore del delivery food, per i clienti più fedeli, introducendo una carta brandizzata. L'entrata di questo nuovo dispositivo sarà fatta in collaborazione con Instacart, un'altra azienda che è attiva nelle consegne e nei ritiri di generi alimentari negli USA; anch'essa ha avuto un notevole aumento del giro di affari durante le restrizioni causate dalla pandemia. Questa strategia mira ad aumentare la lealtà dei nuovi numerosi clienti che durante l'emergenza Covid-19 hanno iniziato ad utilizzare i servizi di consegna. Le carte permetteranno di avere dei premi nonché delle anticipazioni e costanti offerte, che verranno in parte restituite in forma di *cashback* (Foodserviceweb, 2020).

Il fatto di dipendere da un gruppo circoscritto di persone, che sia più o meno grande, crea sicurezza e incertezza allo stesso tempo. Saboo., Kumar e Ankit (2017) affrontano questo argomento nel loro articolo, dove osservano i vari effetti della diversa concentrazione di clienti sulle performance di breve e lungo termine aziendali. Evidenziano che una base ristretta di clienti può essere considerata come un flusso costante di guadagni, riduce i costi di divulgazione e burocrazia; focalizzarsi sul creare solide relazioni con i consumatori però, può ridurre la forza contrattuale aziendale e di conseguenza colpire negativamente la redditività aziendale e per gli azionisti. Per aziende giovani che si quotano, avere clienti fedeli viene percepito come una sicurezza aggiuntiva, ma si è dimostrato che nel lungo termine le conseguenze potrebbero non essere più così positive.

Per Doordash, il gran numero di clienti fedeli è uno dei fattori che può aver maggiormente inciso sulla fiducia degli investitori, influenzando gli alti rendimenti del primo giorno di negoziazione e raggiungendo un prezzo di offerta molto al di sopra delle attese della società. Chi ha usufruito del servizio, nel giro di tre anni, è più che quadruplicato ed è evidente che il cambiamento nel modo in cui le persone consumano il cibo era già

iniziato da tempo; questo punto fortifica anche le convinzioni che il settore del delivery food non sia solamente una ‘moda passeggera’, ma che ci siano ancora ampi margini di crescita per le aziende di consegna del cibo a domicilio. L’aumento di nuovi consumatori non è solamente dovuto al periodo particolarmente favorevole, perché non si sono registrati gli stessi numeri per i diretti competitori, sintomo che l’offerta di Doordash potrebbe essere valutata migliore di quella dei competitors, quali Uber Eats e GrubHub.

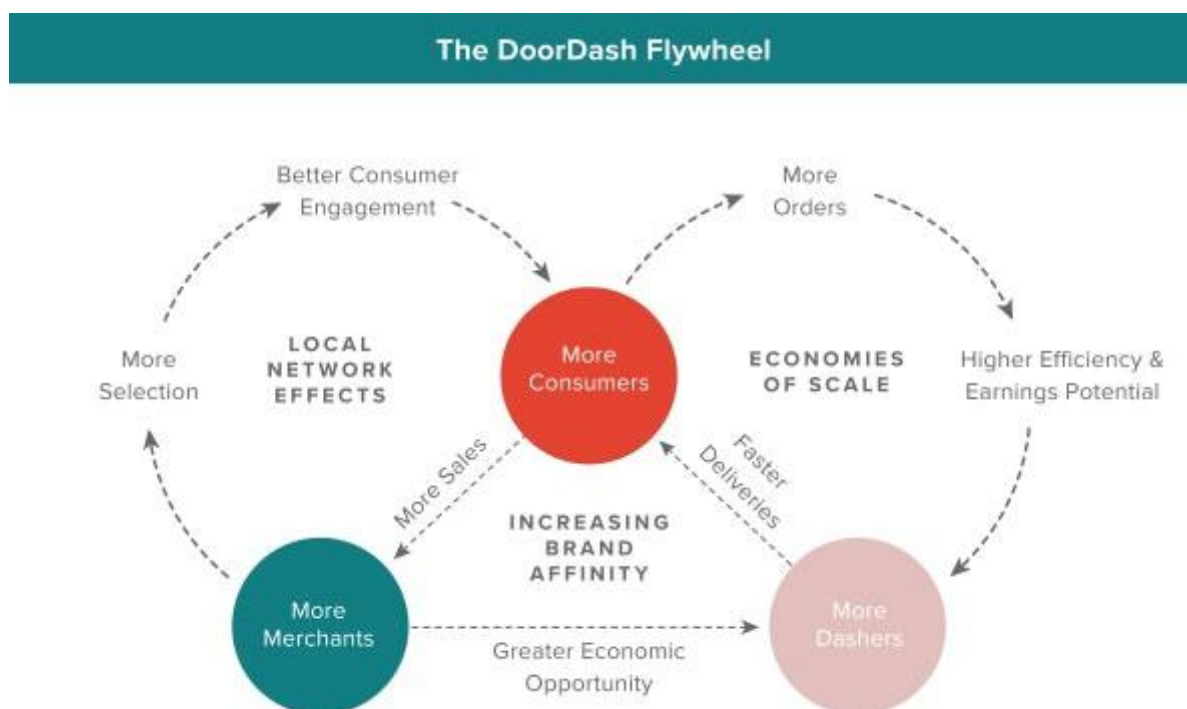
Nella fase post-quotazione è corretto che Doordash si focalizzi sul ‘cullare’ i propri utenti, ma dovrebbe cercare di trovare un equilibrio, nelle varie fasi di vita, tra la ricerca di potenziali utilizzatori e il consolidamento dei legami già presenti per riuscire a resistere nel tempo. La pandemia ha permesso alla società di poter espandere la propria clientela senza eccessivi sforzi, ma non sempre potrà contare su periodi così favorevolmente sbilanciati e, negli anni, i competitors potrebbero aumentare sia di qualità che di quantità.

3.6 Una strategia vincente

La strategia è una variabile che si focalizza sul futuro, mentre i diversi indici aziendali sono legati al passato, e per questo motivo può essere più determinante sulle prospettive di crescita. Si analizza la particolare strategia della società, rispetto ai suoi competitors, che ha reso possibile la sua veloce ascesa nel mercato e la grande partecipazione degli investitori alla quotazione.

Nell’anno di fondazione di Doordash c’era già una notevole concorrenza nel settore del delivery-food, ma nell’ultimo periodo la sua quota di mercato ha superato negli USA di gran lunga il 50% (Kamp, 2020). Uno dei motivi principali di questa impressionante crescita rispetto ai competitors è stata la sua strategia di focalizzazione su specifici segmenti di mercato. UberaEats o Grubhub, per esempio, hanno preferito essere presenti nelle aree metropolitane; le distanze sono minori, c’è una maggiore scelta di tipi di ristorante ed è elevato il numero di giovani con un buon reddito che preferiscono e hanno la possibilità di farsi portare il cibo a casa. Doordash invece, prima di tutti, si è focalizzata sulle aree di periferia. Le zone extraurbane sono state poco o totalmente escluse dal raggio d’azione dei servizi di consegna, forse perché il giro d’affari non veniva valutato sufficiente per coprire i costi e la densità dei locali e della popolazione erano nettamente inferiori alle grandi metropoli.

Ci sono diversi motivi che hanno incentivato la società a concentrarsi sui centri suburbani e nelle aree metropolitane molto piccole: il primo deriva dal fatto che i consumatori di queste zone percepiscono maggiormente la mancanza di un servizio e la distanza dai luoghi di ristorazione, quindi il beneficio percepito è molto più alto rispetto a coloro che abitano nei grandi centri; in secondo luogo non sussiste una forte concorrenza e i consumatori tenderanno a preferire l'unica alternativa, diminuendo di gran lunga i costi richiesti per la divulgazione informativa e la pubblicità; solitamente le periferie tendono ad avere un'alta percentuale di persone adulte con una famiglia, quindi un numero di membri del nucleo familiare maggiore rispetto ai giovani che si spostano nei grandi centri e un maggiore volume per ogni ordine; inoltre le periferie sono caratterizzate da un traffico più scorrevole e ampi spazi per il parcheggio, così da ottimizzare l'azione dei 'Dasher'. Tutte queste motivazioni, sottovalutate finora, ha spinto DoorDash a staccarsi da un mercato già saturo, delle grandi zone centrali, per apportare un servizio a clienti che percepiscono maggiormente il valore che viene erogato (Kamp, 2020).



Kamp, 2020 [online]

Immagine 1

Oltre a vantaggi di zona, si osserva dall'Immagine 1 che DoorDash sfrutta un sistema simbiotico, ovvero che crea benefici e valori per essa, per i 'Dasher' e per i commercianti. Maggiori collaborazioni con i locali di ristorazione portano ad un aumento dell'efficienza della piattaforma, con un numero sempre più alto di alternative offerto agli utenti, i quali aumenteranno il volume o il numero degli ordini, allo stesso tempo beneficiando economicamente i riders e i ristoratori.

Doordash, a differenza dei due grandi competitors, non collabora solamente con ristoranti locali ma anche con grandi catene, quali McDonald's e Taco Bell. Un ennesimo punto di forza della società si consolida nell'efficacia dell'analisi dei dati, infatti viene monitorata ogni singola caratteristica delle diverse fasi dell'ordine in ogni momento della giornata arrivando a una conoscenza granulare delle attività, così da poter personalizzare nel migliore dei modi le offerte e i locali consigliati; non solo migliorare la piattaforma, ma classificare i dati in qualsiasi modo possibile permette di ottimizzare anche l'azione dei Dasher e l'acquisizione di nuovi clienti. Il sistema guidato dall'intelligenza e dalla automazione rende più fluido e preciso l'intero ciclo di consegna, ogni ordine migliora la comprensione di ciò che i consumatori vogliono e ottimizza le risorse aziendali.

Le caratteristiche strategiche di Doordash differenziano l'azienda dalle concorrenti e potrebbero aver influito significativamente sulla crescita del suo mercato. Questi fattori particolari hanno avuto un ruolo cruciale sulle performance della società e sull'elevata partecipazione da parte degli investitori. Infatti Ozdemir e Kizildag (2017) nel loro articolo, esaminano l'impatto di una strategia di espansione, come quella del franchising, nei rendimenti al momento dell'IPO per le aziende attive nel settore della ristorazione. Gli autori dimostrano che il franchising influenza in modo rilevante le percezioni degli investitori; infatti loro inizialmente lo considerano come un elemento di rischio quando viene utilizzato poco, mentre quando i livelli di franchising sono alti, la percezione del rischio degli investitori diminuisce significativamente. Inoltre le aziende non franchising hanno rendimenti di lungo termine minori rispetto a quelle che lo sono.

Questo articolo supporta l'idea che, anche nel mercato azionario, non solo i dati econometrici sono importanti per la valutazione aziendale, ma anche quanto possa risultare affidabile e sostenibile nel tempo un tipo di strategia piuttosto che un'altra. Gli investitori possono aver pensato che la strategia di Doordash, la quale punta a servire aree periferiche o piccoli centri e che sfrutta partnership anche con grandi catene, abbia maggiori margini crescita e che possa essere sostenibile nel lungo termine, sfruttando il suo sistema circolare e automatizzato.

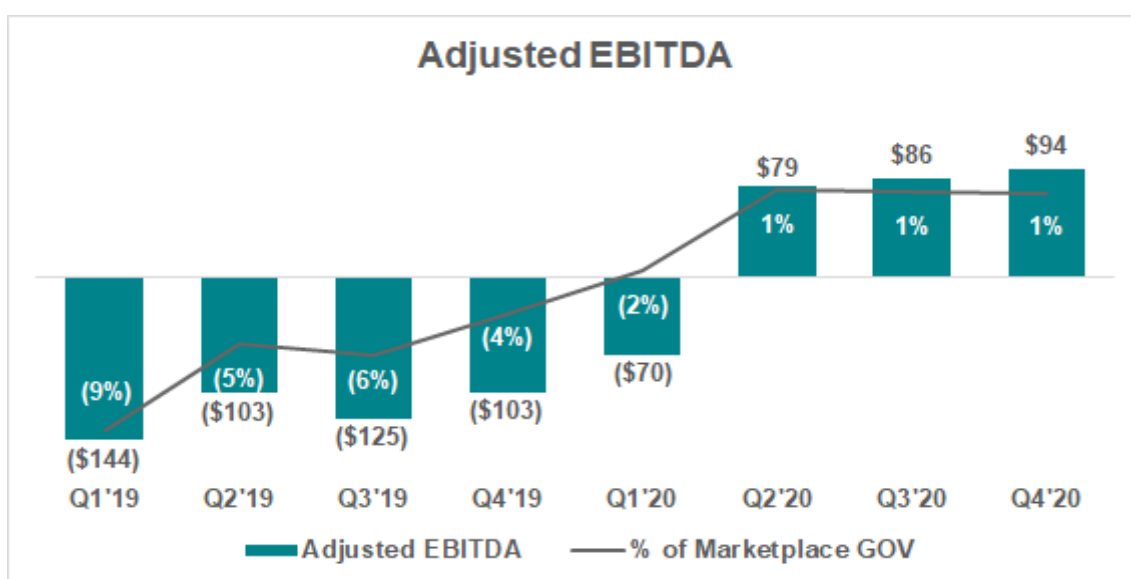
3.7 Dati contabili e utilizzo dei flussi di cassa dell'IPO

Si individuano i dati contabili rilevanti da affiancare alle informazioni sulla strategia e la tipologia di clientela nelle valutazioni sulla solidità aziendale. Inoltre si osserva la gestione dei flussi di cassa nel periodo prima e dopo la quotazione.

Fantozzi (2020) sottolinea che Doordash, in un prospetto S-1 presentato verso fine 2020, dichiarava di rimanere in perdita per un ammontare di 149 milioni di dollari e un

fatturato di quasi 2,9 miliardi di euro, quando appena l'anno prima i valori rispettivamente erano circa 530 e 590 milioni di dollari. Nelle statistiche si osserva che la società è passata da 110 \$ milioni a 2,9 miliardi di dollari di fatturato in soli 4 anni dal 2017 e ha raggiunto una valutazione al momento dell'IPO di circa \$55 miliardi, partendo da circa \$16 miliardi della sua valutazione privata.

I dati delle prestazioni di Doordash nel 2020 sono mediamente molto al di sopra dei rispettivi valori del 2019. Una considerazione particolare può essere effettuata nei confronti dell'EBITDA rettificato e dei flussi di cassa dell'azienda. L'azienda mette a disposizione dati del suo bilancio e svolge una piccola analisi.



Archivi SEC.GOV, 25 febbraio 2021 [online]

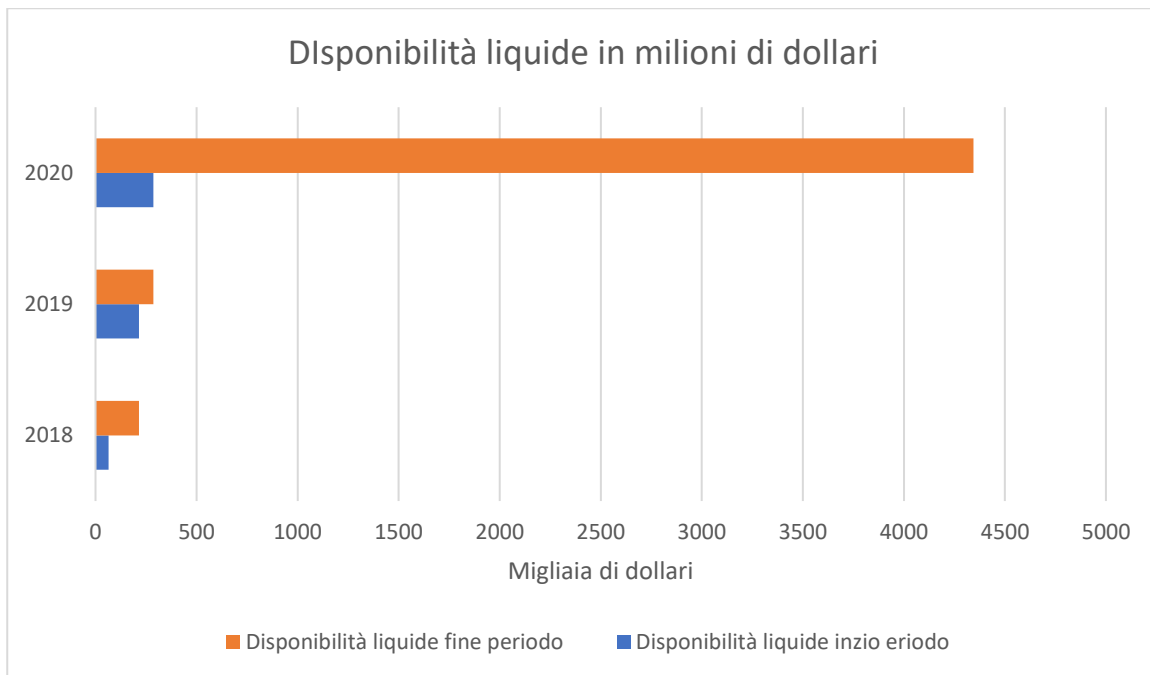
Immagine 2

Si osserva, nell'Immagine 2, che il valore dell'EBITDA aggiustato è cresciuto di \$238 milioni da inizio 2019 al quarto trimestre del 2020, superando la soglia della positività e stabilizzandosi intorno ai \$94 milioni. Ma perché Doordash si concentra su questa misura? L'EBITDA è una buona approssimazione dei potenziali flussi di cassa e un affidabile strumento per la misura della crescita delle vendite o della maggiore efficienza del sistema con una diminuzione dei costi. L'EBITDA calcolato è aggiustato, partendo dalla perdita di periodo come base dei vari aggiustamenti. Per ogni periodo di riferimento, considerando tutti i trimestri degli ultimi due anni (2019-2020) ad eccezione del secondo del 2020, si registra una perdita per l'azienda ma questa, nei calcoli svolti da Doordash, viene diminuita in maniera quantitativamente rilevante da 'spese per accordi legali, regolamentari e fiscali'; queste vengono considerate come costi eccezionali e che potrebbero distorcere la valutazione, sostenuti solo in quel periodo, a causa della crescente pressione da parte delle autorità sul tema del limite delle commissioni applicate ai locali e ai clienti da parte delle società di distribuzione al dettaglio. Per altri aggiustamenti vengono inclusi delle piccole

variazioni non rilevanti come interessi, perdite di valore e accantonamenti. Misure che registrano degli scostamenti significativi, invece, sono le ‘spese basate su compensazioni di azioni’ registrate nell’ultimo trimestre del 2020 a causa dell’IPO; anche queste somme sono considerate eccezionali, legate solamente a quel determinato evento, e permettono di arrivare ad un EBITDA positivo nonostante la perdita sia molto più elevata rispetto al resto dell’anno (SEC *filings*, 2021).

Doordash svolge questa serie di operazioni per arrivare a un risultato che sia al netto di costi, spese e proventi legati a un evento o un periodo particolare, che nella normale attività aziendale non vengono solitamente affrontati. Potrebbe essere un modo per far capire agli analisti e agli investitori di osservare la composizione delle perdite e selezionare i dati sui quali effettivamente basare la propria opinione. Infatti dall’EBITDA aggiustato si può capire che effettivamente le performance aziendali sono migliorate nel tempo e fanno sperare in una continua crescita. Una grande performance nelle settimane seguenti al giorno di negoziazione e una forte partecipazione degli investitori mostrano di non avere risentito della redditività continuamente negativa dell’azienda, e forse uno dei motivi potrebbe essere che gli investitori abbiano interpretato nel modo giusto le possibili distorsioni. Questo fenomeno, dove la redditività positiva negli anni precedenti la quotazione non è uno dei requisiti indispensabili di una quotazione, Ritter e Welch (2002) lo avevano già notato descrivendo nel loro articolo che erano sempre più frequenti le situazioni in cui le società non avevano ancora raggiunto la piena positività nell’anno dell’IPO; anche in quei casi, la situazione poteva essere legata a eventi particolari che non venivano ricondotti all’attività ordinaria.

L’EBITDA preso da solo può avere un significato marginale, potrebbe essere necessario l’affiancamento di un altro elemento importante per gli investitori, ovvero i flussi di cassa. Una società in perdita ma che riesce a generare flussi positivi di liquidità, viene apprezzata di più rispetto a situazioni in cui gli utili ci sono ma non sono gestiti in maniera appropriata. Possiamo osservare che Doordash ha dimostrato negli ultimi 3 anni di aver sempre incrementato le disponibilità liquide tra inizio e fine dell’anno; più nel dettaglio, possiamo evidenziare che è stata in grado di raggiungere un flusso di cassa operativo positivo nel 2020 migliorando la stabilità finanziaria della società, risulterebbe infatti pericoloso dover ricorrere all’indebitamento per finanziare la gestione operativa. Inoltre si può notare dal Grafico 5 che il delta della liquidità di inizio e fine periodo per il 2020 è significativamente più grande rispetto ai due periodi precedenti e questo è dovuto a quasi \$3,3 miliardi raccolti dalla quotazione, arrivando ad avere circa \$4,4 miliardi di disponibilità e mezzi equivalenti.



Archivi SEC.GOV, 25 febbraio 2021 [online]

Grafico 5

Questa disponibilità è più opportuno utilizzarla rivolgendo maggiore interesse al pagamento dei debiti già esistenti o puntare sulla crescita? Con l'emergenza Covid, la risposta più immediata potrebbe essere quella di puntare sull'espandersi il più possibile sfruttando il momento estremamente favorevole per il settore, ma come hanno dimostrato nel loro articolo Jang e Mun (2019) non è sempre la soluzione migliore. Infatti gli autori osservano che le società della ristorazione più longeve dopo la quotazione sono quelle che hanno preferito focalizzarsi sul pagamento dei loro debiti e in un secondo momento sugli investimenti e l'aumento delle vendite.

Nel caso di Doordash è difficile fornire una spiegazione sul modo in cui verranno usati nel lungo termine i flussi in entrata della quotazione perché sono passati pochi mesi dall'IPO. Quello che si può fare è osservare le differenze nei costi tra il primo trimestre 2020 e quello del 2021. Nel bilancio, si può notare lo scostamento di questi valori. Infatti per quanto riguarda gli oneri sostenuti per vendita e marketing, essi sono cresciuti da \$152 a \$333 milioni; la ricerca e sviluppo ha visto aumentare le spese da \$33 a \$82 milioni, mentre le spese generali e amministrative da \$82 a \$169 milioni, principalmente dovute ai problemi di natura legale che l'azienda sta affrontando. Questi valori sono abbastanza significativi, tutti più che raddoppiati, e legati anche alla ravvicinata quotazione, ma può essere interpretato come il segno che la società sta cercando di espandersi anche oltre i confini statunitensi e per questo motivo sta investendo maggiormente in questi ambiti, per poter evolvere ed essere pronta ad affrontare situazioni più difficili da coordinare. Doordash infatti afferma che questi costi potrebbero aumentare per la crescita della rete di commercianti e consumatori, nonché per l'aumento del numero di 'Dasher', consolidare

l'immagine del marchio, coordinare un network sempre più complesso e per eventuali spese legali. Per quanto concerne l'indebitamento, i progressi in questi pochi mesi potrebbero mostrare variazioni poco rilevanti; da quanto riportato nello stato patrimoniale aggiornato ai primi tre mesi del 2021, si sottolinea che c'è stata un significativo calo delle passività di breve termine (circa del 25%, da \$1,4 a 1 miliardo) e inoltre sono triplicati, da \$4 a 12\$ milioni le spese per interesse, le quali includono sia i pagamenti delle azioni convertibili emesse a inizio 2020 a scopo di finanziamento che il rimborso degli interessi derivanti da debiti (SEC *filings*, marzo 2021).

L'espansione è uno dei maggiori obiettivi della società, copre più della metà del mercato americano, è presente in Canada e in Australia, ma non si è ancora esposta in altri Paesi; un'altra sfida interessante per Doordash sarà raggiungere la positività economica e riuscire a gestire gli ingenti flussi derivanti dalla quotazione per migliorare l'esposizione finanziaria. La crescita non sarà solo geografica perché un percorso strategico aziendale è già iniziato, infatti la struttura dell'azienda ha permesso negli ultimi trimestri del 2020 di fornire sempre di più il loro servizio ad attività non appartenenti al settore della ristorazione, come le farmacie, articoli per animali e floricoltura. Si tratta quindi di un'espansione orizzontale, che sfrutta la macchina logistica inizialmente già utilizzata per la consegna del cibo permettendo di non sostenere ulteriori ingenti costi.

4 Conclusione

Tra i fattori determinanti delle elevate performance di Doordash durante la sua IPO sono state individuate alcune variabili già osservate in passato, ma che nel contesto della pandemia hanno inciso in maniera più incisiva, quali le tempistiche della quotazione, i 'mercati caldi', la presenza di *venture capitalist*, la composizione della clientela, la strategia e la situazione contabile aziendale. Basandosi sul confronto tra i risultati degli studi pre-Covid e i dati recenti, sembra che ognuno di questi aspetti abbia permesso di raggiungere un sostanzioso vantaggio competitivo rispetto ai suoi competitors, influenzando significativamente i rendimenti azionari dell'azienda. Grazie all'analisi di questi punti, si osserva che il periodo particolarmente favorevole causato dalla pandemia non è stato l'unico motivo dell'IPO, infatti l'azienda mostra un trend fortemente positivo in tutti i diversi fronti analizzati. E' complicato analizzare i dati di Doordash dopo la quotazione perché sono limitati e non è possibile tracciare un'analisi delle sue prestazioni come società quotata. Nonostante ciò, utilizzando gli elementi di Doordash si possono definire delle possibili dinamiche evolutive comparandoli con gli studi passati presi in considerazione.

5 Bibliografia

2020. DoorDash verso il lancio di una carta brandizzata. *Foodserviceweb* [online]. Disponibile su <https://www.foodserviceweb.it/2021/04/19/doordash-verso-il-lancio-di-una-carta-di-credito-brandizzata/>

Alex Konrad, 2020. Their venture fund was ‘A sign of a bubble’. Then they turned \$1.9 milion in DoorDash into \$440 milion. *Forbes* [online]. Disponibile su <https://www.forbes.com/sites/alexkonrad/2020/12/11/their-venture-fund-was-a-sign-of-a-bubble-then-they-turned-19-million-in-doordash-into-440-million/?sh=6400c80c2370>

CBOE Volatility index (VIX). *Investing.com* [online]. Disponibile su <https://it.investing.com/indices/volatility-s-p-500>

Chibuike Oguh e Sam Nussey, (10 dicembre 2020). Soft Bank shares surge on \$11 bilion Doordash investment again. *Reuters.com* [online]. Disonibile su <https://www.reuters.com/article/us-doordashipo-softbank-group-idUSKBN28J37C>

Chloe Sorvino, 2020. DoorDash IPO delivers three bilionaires as Wall Street ignores a menu of losses. *Forbes* [online]. Disponibile su <https://www.forbes.com/sites/chloesorvino/2020/12/09/doordash-ipo-delivers-three-billionaires-as-wall-street-ignores-a-menu-of-losses/?sh=4921893817b5>

Claudia Chong (10 dicembre 2020). GIC's stake in DoorDash bumped up to \$6.7b after food delivery firm's debut on New York bourse. *The Straits Times* [online]. Disponibile su <https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/gics-stake-in-doordash-bumped-to-us5b-after-first-day-pop-in-public>

David Curry, 2021. DoorDash revenue and usage statistics. *BusinessofApps* [online]. Disponibile su <https://www.businessofapps.com/data/doordash-statistics/>

Doordash [online]. Disponibile su: <https://ir.doordash.com/financials/sec-filings/default.aspx>

Doordash SEC filings, 31 marzo 2021 [online]. Disponibile su <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001792789/51c51224-d69c-476f-8b90-25d449da9cc2.pdf>

Erin Griffith, 2020. DoorDash soars in first day of trading. *The New York Times* [online]. Disponibile su <https://www.nytimes.com/2020/12/09/technology/doordash-ipo-stock.html>

Glossario finanziario [online]. *Borsa italiana*. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001792789/000162828021003294/dashq42020ex991.htm> (25 febbraio 2021).

<https://www.vcnewsdaily.com/DoorDash/venture-funding.php> (2020).

Joanna Fantozzi. (November 13, 2020). DoorDash releases IPO filing plans; reports net loss of \$149 million. *Supermarket News [online]*. Disponibile su <https://advance.lexis.com/api/document?collection=news&id=urn:contentItem:618Y-DJP1-JBKS-P3PC-00000-00&context=1516831>

Lars Kamp, 2020. How DoorDash built the most incredible go-to-market playbook ever. *Lars Kamp [online]*. Disponibile su <https://larskamp.medium.com/how-doordash-built-the-most-incredible-go-to-market-playbook-ever-5e8f1d58f6cd>

Luisa Beltran, 2020. Sequoia Capital scores big wins with Airbnb, DoorDash IPOs. *Barron's [online]*. Disponibile <https://www.barrons.com/articles/sequoia-capital-scores-big-wins-with-airbnb-doordash-ipos-51607701706>

Mazumder, S. & Saha, P. (2021) COVID-19: Fear of pandemic and short-term IPO performance. *Finance research letters*. [Online] 101977–101977. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612321000581>

Megginson, W. L. et al. (2019) Financial distress risk in initial public offerings: How much do venture capitalists matter? *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands). [Online] 5910–30. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916301328?via%3Dihub>

Mun, S. G. & Jang, S. (Shawn) (2019) Restaurant firms' IPO motivations and post-IPO performances Staying public, being delisted or merged? *International journal of contemporary hospitality management*. [Online] 31 (9), 3484–3502. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJCHM-08-2018-0677/full/html>

Ozdemir, O. & Kizildag, M. (2017) Does franchising matter on IPO performance? An examination of underpricing and post-IPO performance. *International journal of contemporary hospitality management*. [Online] 29 (10), 2535–2555. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJCHM-11-2015-0662/full/html>

Plotnicki, M. & Szyszka, A. (2014) IPO market timing. The evidence of the disposition effect among corporate managers. *Global finance journal*. [Online] 25 (1), 48–55. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028314000064?via%3Dihub>

Ritter, J. R. & Welch, I. (2002) A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of finance* (New York). [Online] 57 (4), 1795–1828. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00478>

RITTER, J. R. (1991) The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of finance* (New York). [Online] 46 (1), 3–27. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>

Ron Ruggless. (December 9, 2020). DoorDash makes IPO debut on NYSE. *Supermarket News* [online]. Disponibile su <https://advance.lexis.com/api/document?collection=news&id=urn:contentItem:61GG-NCM1-DY2V-D35V-00000-00&context=1516831>

S&P 500 (SPX). *Investing.com* [online]. Disponibile su <https://it.investing.com/indices/us-spx-500>

Saboo, A. R. et al. (2017) Assessing the Impact of Customer Concentration on Initial Public Offering and Balance Sheet—Based Outcomes. *Journal of marketing*. [Online] 81 (6), 42–61. <https://journals.sagepub.com/doi/10.1509/jm.16.0457>

Ufficio Studi Money.it, 2019. Indice VIX cos'è e come si usa? L'importanza della volatilità nei mercati finanziari. *Money.it* [online]. Disponibile su <https://www.money.it/Indice-VIX-cos-e-come-si-usa>