



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"MISURE NON-GAAP NEL PERCORSO DI QUOTAZIONE-EVIDENZE DA  
5 CATENE RISTORATIVE AMERICANE"**

**RELATORE:**

**CH.MO/A PROF./SSA ANDREA MENINI**

**LAUREANDO/A: ASOLETTI ADOLFO**

**MATRICOLA N. 1216447**

**ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022**

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

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

Firma (signature) .....



## 1. INTRODUZIONE

Le misure (o indicatori) non-GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) sono un argomento particolarmente controverso e di conseguenza trattato in maniera dettagliata dalla letteratura economica. Dopo una breve analisi introduttiva riguardante le motivazioni che spingono le aziende ad effettuare un’IPO (Initial Public Offering) e i costi che queste imprese devono sostenere, il documento espone l’evoluzione, le caratteristiche, le implicazioni e l’uso che i manager fanno degli indicatori non-GAAP. In seguito, ho analizzato le caratteristiche delle misure non finanziarie per poi entrare nello specifico e osservare quali sono le caratteristiche delle IPO promosse dalle aziende del settore *restaurant*. In particolare, ho esaminato le principali caratteristiche delle *restaurant* IPO del 2021. Questo documento ha 3 obiettivi: i) osservare se nelle aziende analizzate ci sono similitudini tra le misure non finanziarie utilizzate e comunicate ii) analizzare gli indicatori non-GAAP divulgati dalle 5 *restaurant* IPO e in particolare le *exclusions* utilizzate all’interno degli indicatori per trovare eventuali analogie tra le aziende in questione iii) osservare se ci sono evidenze di una diretta correlazione tra l’andamento del *price value* delle 5 aziende durante il processo di IPO e nel primo giorno di *market trading* e l’utilizzo di indicatori non-GAAP all’interno del prospetto pubblicato.

Per conseguire gli obiettivi sopra elencati mi sono servito dei vari documenti pubblicati dalle 5 *restaurant* IPO all’interno della piattaforma dedicata e denominata EDGAR. I documenti analizzati sono stati: i) l’S-1 iniziale, che rappresenta il modulo di registrazione per i nuovi titoli; ii) gli S-1 pubblicati durante il processo di IPO (denominati S-1/A e S-1MEF); iii) il prospetto 424B4, con il

quale l'azienda comunica il prezzo dell'IPO e i principali risultati economici conseguiti; iv) l'*annual report* del 2021, denominato documento 8-K, dal quale ricavare le principali misure non finanziarie comunicate agli investitori. La raccolta di questi documenti mi è servita per: i) osservare l'andamento del *price range* delle IPO, il numero di documenti emessi durante l'IPO e le tempistiche adottate dalle 5 aziende per la quotazione; ii) analizzare singolarmente le aziende sottolineando le misure non finanziarie, gli indicatori non-GAAP e le *exclusions* adottate; iii) confrontare le aziende in base a queste caratteristiche alla ricerca di eventuali correlazioni tra la non-GAAP disclosure e l'andamento del *price value* durante il primo giorno di *market trading*.

L'analisi ha portato ai seguenti risultati: i) le misure non finanziarie comunicate dalle 5 *restaurant* IPO sono molto simili e definiscono uno standard minimo che le aziende applicano nei loro documenti informativi ii) tutte le aziende utilizzano all'interno del loro prospetto determinati indicatori economici non-GAAP (*Adjusted EBITDA* e *Adjusted EBITDA Margin*) mentre alcune ne aggiungono ulteriori (*Restaurant Level Profit*, *Restaurant Level Profit Margin*, *Adjusted Net Income* e *Organic Revenue Growth*); le uniche *exclusions* utilizzate da tutte le aziende sono ammortamenti, svalutazioni, interessi e *share-based compensation* iii) non ci sono evidenze di una diretta correlazione tra l'utilizzo degli indicatori non-GAAP e l'andamento del *price value* tra prospetto e primo giorno di *market trading*.

## 2. INITIAL PUBLIC OFFERING

L'Initial Public Offering ("IPO") è uno degli strumenti attraverso il quale le società aprono il proprio capitale ad un pubblico di investitori, una modalità che viene utilizzata per quotare i propri titoli in un mercato regolamentato. L'IPO può essere presentata attraverso 3 modalità: i) mediante emissione di nuove azioni offerte in sottoscrizione ii) attraverso la vendita di azioni già in possesso dei precedenti azionisti iii) utilizzando entrambe le modalità. Uno dei nodi principali legati al processo di IPO riguarda la verifica da parte degli organi di controllo del mercato nel quale l'azienda si vuole quotare; nel caso della Borsa americana l'organo competente è la *Security Exchange Commission* (SEC). Nella fase di valutazione, l'azienda deve predisporre una serie di documenti, quali ad esempio un documento chiamato "Prospetto", nel quale la società inserisce tutte le informazioni riguardanti i propri *business*, le prospettive future e le *performance* finanziarie.

- **Motivazioni e costi**

Le società decidono di quotarsi principalmente per bilanciare la copertura del capitale investito, in quanto, avendo raggiunto un certo limite d'indebitamento, risulta più conveniente rispetto a chiedere nuovi finanziamenti ai soggetti di credito. Recuperare risorse attraverso l'apertura del proprio capitale è dunque uno degli obiettivi principali per le società che decidono di intraprendere il processo di quotazione (Pagano, 1998). Più precisamente, l'idea delle aziende è quella di attuare

un ribilanciamento del proprio capitale, differenziando così la propria strategia di *funding*. Da questo punto di vista, il finanziamento dell'eventuale futura crescita economica dell'azienda sembra giocare un ruolo di minore importanza. L'obiettivo fondamentale delle aziende che iniziano il processo di IPO è duplice: i) ridurre gli oneri finanziari e ii) ridurre i finanziamenti per ottenere capitale di rischio. Entrando più nello specifico, le motivazioni per le quali un'azienda decide di quotarsi sul mercato sono in realtà molteplici e differiscono da azienda ad azienda. In termini generali i) aumentare la propria visibilità e il proprio prestigio ii) finanziare la propria crescita economica e iii) rafforzare la struttura patrimoniale e ottimizzare la leva finanziaria sono i motivi principali e comuni alla maggior parte delle società che le spingono a intraprendere il percorso della quotazione. In base poi alle caratteristiche singolari dell'azienda (struttura proprietaria, dimensioni, età) le motivazioni si differenziano ulteriormente; le grandi imprese cercano il beneficio portato da un maggiore monitoraggio esterno mentre le più piccole danno più importanza alla raccolta di capitali per la propria crescita; le imprese a controllo familiare utilizzano la quotazione per rafforzare la propria visibilità presso gli investitori e gli stakeholder in genere e danno meno importanza a possibili fusioni, acquisizioni e alla liquidità delle azioni (cosiddetto flottante); le imprese con più storia (in termini di fondazione) e quelle non a nucleo familiare si focalizzano in particolare sulla liquidità delle azioni. Inoltre, i CFO (Chief Executive Officer) delle imprese tendono ad avere differenti opinioni riguardo alla strategia di uscita e al monitoraggio esterno: quelle con un sistema societario anglosassone tendono ad apprezzare la capacità di uscita degli investitori pre-IPO, sperimentando cambiamenti significativi nell'assetto societario e considerando il monitoraggio esterno un costo oneroso; al contrario, le società con un sistema europeo preferiscono una situazione proprietaria più stabile e vedono nel monitoraggio esterno un grande vantaggio (Bancel, 2009).

Quello che spinge le aziende alla quotazione è dunque il desiderio di raccogliere capitale proprio e creare un mercato per i propri titoli dove fondatori e azionisti possono convertire parte della loro ricchezza in denaro. Le ragioni non finanziarie, come ad esempio l'aumento della visibilità, hanno una minore importanza (Ritter, 2002). Un altro aspetto importante del processo di quotazione riguarda il momento nel quale l'azienda decide di quotarsi. La decisione di quotare un'impresa deve sottostare a una determinata tempistica, decisa dal compromesso tra la minimizzazione della duplicazione della produzione di informazioni da parte degli agenti esterni e l'evitare il premio al rischio richiesto dai *venture capitalist* (Chemmanur, 1999).

Il processo di IPO comporta una serie di costi che l'azienda deve sostenere, di cui una parte sono fissi e legati alle consulenze, alla revisione da parte di società dedicate, agli *advisor* e agli studi legali, oltre che ai costi di sottoscrizione solitamente sostenuti verso una banca che ne garantisce il

collocamento, mentre una parte sono variabili e determinati dalle commissioni corrisposte agli investitori solo in caso di esito positivo. Questi costi vengono chiamati diretti e comprendono anche una commissione da pagare alla società che gestisce il mercato nel quale l'azienda si quota. Le aziende devono poi sostenere costi indiretti, che si prolungano anche dopo la fine del processo di IPO vero e proprio. Le 3 principali tipologie sono i) il mantenimento di relazioni stabili con gli investitori (creando la figura dell'*Investor Relator* e ottemperando a tutti gli obblighi informativi e di pubblicazione) ii) una possibile attenuazione del vantaggio competitivo nei confronti dei *competitor* e iii) privilegiare obiettivi di breve periodo e rischiare di favorire gli speculatori di breve termine. Per quanto riguarda la scelta dell'auditor, le aziende che si rivolgono ad una delle cosiddette Big 5 (ovvero KPMG, Coopers & Lybrand, Ernst & Young, Deloitte & Touche e Price Waterhouse) devono far fronte ad un *trade-off* tra i benefici derivanti dalla diminuzione dei costi di *underpricing* (fenomeno che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore a quello proposto in base alle valutazioni degli advisor) e la remunerazione da corrispondere al revisore (Hogan, 1997). Maggiore è il livello di reputazione del revisore che viene scelto, minore sarà il costo di *underpricing*, con però un prezzo della commissione che sarà inevitabilmente più alto (Balvers, 1988), (Beatty, 1989).

### **3. INDICATORI FINANZIARI NON-GAAP**

Le aziende che decidono di intraprendere il percorso della quotazione devono sottostare a determinati obblighi. Le società americane in particolare, nel momento in cui decidono di quotarsi, devono presentare nei loro rendiconti finanziari dati contabili conformi alle misure GAAP (Generally Accepted Accounting Principle). Questi 10 principi contabili (regolarità, coerenza, sincerità, permanenza dei metodi, non risarcimento, prudenza, continuità, periodicità, materialità e buona fede massima) hanno l'obiettivo di rendere trasparenti i conti e standardizzare le informazioni contabili e finanziarie delle società. Sono disciplinati dagli accordi stabiliti da 5 istituzioni statunitensi: Financial Accounting Standard Board (FASB), American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), Security and Exchange Commission (SEC), Governmental Accounting Standards Board (GASB) e Government Finance Officers Association (GFOA). L'equivalente di questi principi a livello internazionale è rappresentato dagli IFRS (International Financial Reporting Standards), mentre a livello nazionale i principi di riferimento sono stabiliti dall'OIC (Organismo Contabile Italiano). I GAAP sono solitamente ben visti da investitori e istituti di credito, che valutano queste misure positivamente trovando in esse uno *standard* comparativo per la valutazione delle misure finanziarie. Non sempre però questi principi permettono alle società di comunicare le informazioni nel modo più preciso o coerente con i loro obiettivi. Le aziende possono scegliere di utilizzare e comunicare misure finanziarie (e non) escludendo dagli indicatori GAAP

alcuni dati (che vengono generalmente chiamati “*exclusions*”), a patto che tali misure siano evidenziate all’interno del prospetto come non-GAAP (o indicati come misure “pro forma”) e che sia specificato il loro collegamento alla misura finanziaria GAAP più coerente.

- **Storia e regolamentazione da parte della SEC**

Le misure non-GAAP sono state prese in considerazione dagli organi di controllo solo dopo la seconda metà del 1990, quando le aziende hanno implementato l’utilizzo di questi indicatori, rielaborando i loro risultati in modo da aiutare (a loro avviso) gli investitori a interpretare il proprio *core business*. Le prime regole imposte dalla SEC riguardanti le non-GAAP *measures* sono arrivate alla fine del 2001. Il 4 Dicembre è stato emesso un consiglio cautelativo nel quale veniva fatto notare che i) queste misure finanziarie potevano portare a significati non definiti e caratteristiche non uniformi tali da indurre in errore gli investitori qualora ne avessero oscurato i risultati GAAP e ii) che le suddette misure potevano violare le leggi anti frode presenti nell’ordinamento (SEC, 2002). Nel Gennaio del 2002 (in seguito al Sarbanes-Oxley Act del 2002, che sollecitava l’organo di controllo ad adottare nuove misure nei confronti di questi indicatori) è stato imposto da parte della SEC un nuovo ordinamento, la Regulation G, entrato in vigore il 28 Marzo; la Regulation-G impone alle aziende quotate le modalità con le quali devono essere divulgati gli indicatori di *performance* non-GAAP, o più in generale le non-GAAP *disclosure*. Quest’ultima deve: i) contenere la misura finanziaria GAAP più direttamente comparabile all’indicatore di performance non-GAAP ii) prevedere una riconciliazione quantitativa e comprensibile tra la misura non-GAAP e la misura GAAP più diretta possibile e iii) presentare guadagni non-GAAP che non possano trarre in inganno gli investitori (SEC, 2002). Inoltre, se nel documento 8-K (un documento utilizzato dalle aziende per notificare agli investitori eventi che possono essere importanti per gli azionisti o la SEC) l’azienda divulga misure finanziarie non-GAAP, tale informativa deve i) presentare la misura GAAP il più direttamente comparabile ii) comunicare le ragioni per le quali il *management* ritiene che queste misure possano fornire agli investitori informazioni utili e iii) descrivere se e come sono state utilizzate le misure non-GAAP (SEC, 2002). Gli effetti prodotti dalla nuova norma sono stati trattati dalla teoria economica in maniera contrastante; la regolamentazione ha comportato i) un modesto calo nell’escludere dalle misure non-GAAP gli *special and other item* (una spesa una tantum o una fonte di reddito che l’azienda non prevede di presentare negli anni futuri) ii) una riduzione nella numerosità delle esclusioni, iii) una mitigazione nel comunicare guadagni che riflettano o superino le previsioni e iv. una diminuzione delle differenze tra le previsioni e i risultati (Heflin, 2008). I cali nella frequenza e nell’entità della divulgazione di misure non-GAAP suggeriscono che le normative abbiano aumentato l’attenzione da parte dei *manager* sugli utili GAAP, ed evidenzia come prima della regolamentazione si potessero riscontrare utilizzi

opportunistici di tale misure. Gli indicatori non-GAAP sembrerebbero essere più utili nei periodi nei quali le aziende registrano voci straordinarie (non ripetibili), ma la normativa ha limitato le capacità delle aziende di escludere le componenti transitorie di reddito. Tutto questo comporta una riduzione in particolare delle esclusioni degli “special items”, i quali risultano le voci più transitorie (Heflin, 2008). Per quanto riguarda invece la relazione tra utili e rendimenti, il cambiamento prodotto dalla normativa risulta essere quasi nullo (Marques, 2006). Al contrario, la divulgazione di misure non-GAAP post Regulation G da parte dei *manager* con finalità comunicative è aumentata (aumento che riguarda le aziende che nel periodo pre Regulation-G avevano una minore relazione con gli utili GAAP), mentre si è verificata una forte mitigazione degli “abusi” di tali misure (riguardante quindi le aziende che subivano perdite o variazioni negative degli utili GAAP). Il contenuto informativo della divulgazione dei non-GAAP *earnings* è statisticamente significativo solo nel periodo strettamente successivo alla Regulation-G, suggerendo che la norma ha portato ad una migliore percezione da parte degli investitori di queste misure e ad un aumento di trasparenza riguardante la divulgazione dei non-GAAP *earnings* da parte dei manager (Yi, 2006).

La diminuzione nell’applicazione delle misure non-GAAP nei prospetti informativi delle aziende dopo la nuova norma si è rivelata tuttavia solo temporanea; negli anni successivi, infatti, la divulgazione delle misure finanziarie non-GAAP da parte dei manager è costantemente aumentata. La SEC ha emanato nel maggio del 2016 una versione aggiornata del documento Compliance and Disclosure Interpretations (C&DIs), indicando le linee guida per una chiara e trasparente comunicazione degli indicatori di *performance* alternativi alle indicazioni dei principi contabili nazionali e incoraggiando le aziende a correggere i loro report contenenti misure non-GAAP non coerenti con l’ultima regolamentazione (Black c. c., 2017). Con quest’ultimo emendamento l’organo di controllo ha decisamente ampliato le restrizioni riguardanti alcune tipologie di principi non-GAAP, rendendo così più complicata la loro divulgazione. Il controllo esercitato a seguito di questa nuova norma risulta eccessivamente stringente. Il nuovo C&DIs dovrebbe i) permettere di utilizzare non-GAAP all’interno dell’*income statements* (conto economico) se riconciliate con altre misure ii) permettere di utilizzare esclusioni ricorrenti se appropriate e iii) consentire che ci sia incoerenza nei calcoli non-GAAP se utilizzati in modo appropriato (Black C. , 2018)

Nonostante ciò, la SEC ha continuato a manifestare il proprio dissenso verso questi indicatori: Howard Scheck, ex capo della Division of Enforcement della SEC, utilizzò l’espressione “fattori a rischio frode” per definire questi indicatori; Mary Jo White, ex presidente della SEC, ha sottolineato la grande importanza che gli investitori devono imputare all’analisi delle misure non-GAAP avvertendo gli investitori riguardo la possibile ambiguità di questi indicatori. Gli interventi da parte degli organi di controllo negli ultimi anni dimostrano come l’attenzione verso queste misure stia

notevolmente aumentando. A conferma di ciò, nell'ultimo periodo, la frequenza delle lettere di raccomandazione mandate dalla SEC alle aziende riguardanti la loro non-GAAP *disclosure* è decisamente aumentata. Sorge spontaneo domandarsi come mai i *manager* restino convinti che, nonostante il controllo sempre più rigido che gli organi di controllo esercitano sugli indicatori non-GAAP, la disclosure di queste misure possa condizionare positivamente le *performance* e le analisi degli investitori.

La risposta può essere sintetizzata in due motivazioni principali: i) è loro convinzione che la percezione delle *performance* aziendali attraverso gli indicatori non-GAAP risulti migliore se vengono fatte le corrette esclusioni dei dati, esclusioni che dovrebbero coincidere con i costi o ricavi dei quali gli analisti non tengono conto nelle loro previsioni ii) gli indicatori non-GAAP possono rendere la comunicazione aziendale più immediata ed efficace.

- **Come sono utilizzate dalle società e che implicazioni hanno**

L'utilizzo da parte dei manager delle aziende degli indicatori di *performance* non-GAAP è particolarmente controverso. Se da un lato seguire i principi GAAP è essenziale per mantenere la fiducia da parte dei mercati finanziari e poter permettere una valutazione oggettiva e comparativa, dall'altro la rigidità di queste misure è letta dai manager come una potenziale limitazione alle loro intenzioni comunicative. Ci sono evidenze di una relazione non lineare tra la performance degli indicatori non GAAP e la disclosure di quelli non-GAAP: se le performance comunicate tramite indicatori non-GAAP sono molto buone o molto scarse, c'è una probabilità minore che i manager comunichino gli indicatori non-GAAP, suggerendo una relazione ad U invertita tra performance GAAP e divulgazione di indicatori non-GAAP (Brown, 2022). La reazione del mercato alla divulgazione di queste informazioni può essere duplice: le misure non-GAAP possono essere viste come integrative e talvolta più incisive delle GAAP (e quindi avere un impatto positivo sulle aziende che ne fanno uso) oppure, date le non sempre chiare intenzioni da parte dei *manager* che le utilizzano e le potenziali incomprensioni che ne possono insorgere, condizionare in negativo il prezzo di mercato dell'azienda. Gran parte dei *manager* afferma come l'utilizzo degli indicatori non-GAAP aiuti a integrare i dati finanziari fornendo una comunicazione più completa ed efficace; non sono della stessa idea la SEC e gli altri organi di controllo, i quali sostengono che queste misure spesso siano utilizzate dai *manager* per comunicare *performance* e dati aziendali solo con scopi opportunistici, col rischio che le informazioni finanziarie possano risultare "artefatte", generando negli investitori una qualche confusione. Un'attenzione ancora più grande rispetto alle società già quotate, che utilizzano in maniera comune queste misure ma sono soggette da più tempo a regolamentazioni stringenti, va data alle aziende che decidono di intraprendere il processo di quotazione e decidono di divulgare misure non-GAAP (Bentley, 2018). L'utilizzo di questi



indicatori da parte delle società quotate è stato ampiamente dibattuto dalla letteratura economia, con articoli che hanno portato a esiti tra di loro contrastanti: le società pubbliche già quotate divulgano misure non-GAAP quando gli indicatori GAAP a loro comparabili forniscono meno informazioni o contengono elementi non del tutto esaustivi (Lougee, 2004); in particolare, quando l'informativa riguardante gli utili GAAP è considerata non completa, gli investitori trovano maggiore utilità nell'integrare con misure pro-forma e non-GAAP. Una tipologia di divulgazione informativa volontaria e strategica aiuta sia le imprese, nel comunicare informazioni aggiuntive e più mirate rispetto a quelle obbligatorie, che gli investitori, poiché un numero più grande di dati corrisponde a un bacino di informazioni da analizzare maggiore (Lougee, 2004) l'altra faccia della medaglia invece riguarda l'aspetto negativo della pubblicazione di questi risultati, mostrando come l'esclusione di alcune voci contabili da questi indicatori li faccia diventare di bassa qualità e soggetti alle speculazioni da parte dei manager, portando opacità nella loro analisi e rendendoli quindi soggetti a critiche. Ad esempio, le IPO solitamente escludono all'interno dei loro indicatori voci ricorrenti (non straordinarie) in maniera maggiore rispetto alle aziende già quotate (Brown, 2022). Alcune tipologie di investitori potrebbero risultare confusi dalla divulgazione di certe misure, non cogliendo pienamente l'implicazione dell'esclusione o inclusione di certi dati negli indicatori. I *manager* delle aziende tendono a definire in maniera opportunistica gli utili non-GAAP in modo da alterare le aspettative degli investitori (Doyle, 2013). Il fatto che questi ultimi si ritrovino a scontare risultati positivi quando accompagnati da esclusioni sulle misure non-GAAP evidenzia come il mercato non sempre comprenda appieno la natura a volte opportunistica degli indicatori (Doyle, 2013). Nonostante ciò, gli indicatori non-GAAP possono risultare più incisivi rispetto ai GAAP soprattutto nelle relazioni trimestrali, dove le aziende sono più spesso caratterizzate da impatti relativi a stagionalità, rigidità di costi, differenze di perimetro e quant'altro. Le aziende che tendono ad escludere dagli indicatori voci straordinarie tendono inoltre ad avere una valutazione al momento dell'IPO più alta (Brown, 2022). I *manager* maggiormente motivati a informare gli *stakeholder* sugli utili conseguibili divulgheranno dunque informazioni integrate con indicatori non-GAAP. Permane tuttavia, la percezione che una percentuale economicamente indicativa di imprese tende ancora verso un uso opportunistico degli indicatori non-GAAP, facendone uso solo quando aumentano la percezione degli investitori sugli utili operativi di base (Curtis, 2013).

#### **4. MISURE NON FINANZIARIE**

Oltre all'analisi del prospetto finanziario, negli ultimi anni investitori ed esperti stanno dando molta importanza, nella valutazione delle aziende, all'analisi delle cosiddette misure non finanziarie. Vengono definite tali tutti quegli indicatori o dati che forniscono informazioni riguardanti l'azienda

ma che non possono essere misurati in termini prettamente economico-monetari. Alcuni classici esempi sono la qualità del prodotto o del servizio, la reputazione del *brand*, un indice di efficienza della produttività o, sempre più, la *customer satisfaction*, ovvero il riscontro alla soddisfazione del cliente. Quest'ultima misura, è direttamente proporzionale ai ricavi futuri dell'azienda, rendendo questo indicatore non finanziario attendibile anche a livello di *performance* contabile. La *customer satisfaction*, inoltre, risulta essere economicamente rilevante anche per il mercato azionario, influenzandone, parzialmente, il livello di capitalizzazione (Ittner, 1998). La *disclosure* delle misure non finanziarie ha l'obiettivo di supportare le misure finanziarie e i Key Performance Indicators (KPI), ovvero degli indicatori utilizzati dall'azienda per monitorare le sue prestazioni economiche nel corso del tempo. Rispetto alle misure quantificabili a livello economico-finanziario, le misure non finanziarie forniscono ai *manager* delle imprese un supporto alla valutazione e alla misurazione delle *performance* future, potendo così operare in un'ottica di lungo periodo. Inoltre, l'utilizzo di queste misure aiuta l'azienda a divulgare informazioni che non sono quantificabili a livello monetario ma che possono avere un ruolo importante per quanto riguarda le caratteristiche del *business*. Il motivo per il quale queste misure vengono adottate con maggiore frequenza risiede nell'idea che le misure finanziarie tradizionali possano essere troppo "tardive", eccessivamente aggregate e troppo monodimensionali, in quanto la natura storica e incompleta le rende di portata limitata (Ittner, 1998). A sottolineare l'importanza crescente di queste misure, uno studio condotto dal centro per l'innovazione sociale di Ernst&Young ha dimostrato come le decisioni attuate dai principali investitori siano influenzate anche dalle informazioni non finanziarie fornite dalle aziende; oltre un terzo delle decisioni di allocazione di risorse da parte degli investitori è attribuibile a informazioni non finanziarie percepite come indicatori principali della redditività futura (Low, 1998). È stato anche dimostrato che gli analisti che si affidano all'utilizzo di misure non finanziarie sono quelli che producono le previsioni più accurate (Low, 1998). Sempre nello stesso studio, viene indicato come l'utilizzo di queste informazioni abbia un impatto significativo anche sul prezzo di mercato delle aziende.

## **5. IPO NEL SETTORE RESTAURANT**

Nel processo di IPO attuato dalle aziende *restaurant* (intese come aziende che operano nel settore *food and beverage* o più in generale in quello della ristorazione) viene evidenziato come le spese di finanziamento associate alle IPO siano particolarmente costose (Mun, 2019). Ma quali sono allora le motivazioni che spingono le aziende del settore a intraprendere il processo di quotazione? Le aziende del settore mostrano un grande fabbisogno di equity, necessario alle imprese per bilanciare le condizioni sfavorevoli del proprio debito oneroso e del proprio capitale d'investimento (Mun,

2019). Ci sono 2 ragioni principali per le quali il processo di IPO per le aziende *restaurant* risulta particolarmente costoso: i) l'*underpricing*, fenomeno che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione, necessario per le IPOs, comporta un primo giorno di guadagni sulle azioni IPO che a sua volta implica un alto uso di risorse finanziarie per queste aziende, poiché il potenziale guadagno dei precedenti shareholders può trasferirsi ai nuovi. In questo senso, l'*underpricing* rappresenta un costo indiretto significativo per le queste aziende; ii) le banche di investimento solitamente addebitano a queste società commissioni consistenti, il che rappresenta un costo diretto per coloro che scelgono la strada dell'IPO e molto elevato (Mun, 2019).

Il mercato delle *restaurant* IPO ha raggiunto il suo picco tra il 2012 e il 2015 quando 20 società hanno attuato IPO, con risultati positivi solo per un breve lasso di tempo. Negli anni successivi solo 9 di queste hanno mantenuto un prezzo superiore a quello di quotazione, mostrando come nonostante per un primo periodo di tempo la scelta di quotarsi sia risultata vincente, a lungo andare molte di queste aziende non sono riuscite a mantenere *performance* adeguate, con significativa riduzione del price value, rendendo opportuno in alcuni casi il *delisting*. Nonostante il miglioramento delle condizioni commissionali richieste dalle banche d'affari, le *performance* operative delle aziende nel settore *restaurant* tendono quindi generalmente a non migliorare dopo l'IPO. Un'importante differenza riscontrata tra le aziende del settore consiste nell'utilizzo dei proventi derivanti dalla sottoscrizione di azioni (*proceeds*); le aziende che tendono a utilizzare gli IPO *proceeds* principalmente per ridurre i debiti a breve e lungo termine mantengono una *performance* pre e post-IPO molto simile, ma tendono a restare quotate per più tempo. Quando invece gli IPO *proceeds* vengono utilizzati per investimenti di capitale volti a finanziare la crescita, il livello della *performance* cala rispetto a quello sostenuto pre-IPO e le aziende tendono a uscire dal mercato azionario entro 5 anni. In sintesi, l'inefficienza delle spese non operative, una redditività non adeguata e la difficoltà a generare ricavi aumentano l'impatto degli oneri finanziari e portano le aziende a dover sopportare ingenti perdite poco dopo l'IPO. Le imprese che sopravvivranno più a lungo saranno quindi quelle più grandi ma con importi di debito a lungo termine minori (Mun, 2019).

Ho analizzato l'andamento del prezzo delle 5 aziende (**Sweetgreens, Krispy Kreme, Portillo's, Dutch Bros e First Watch**) durante il percorso che le ha portate al primo giorno di market trading, partendo dal primo documento S-1 pubblicato dalle aziende, passando per gli altri S-1/A comunicati per arrivare al prospetto 424B4 con il quale viene comunicato il prezzo ufficiale dell'IPO e concludere con l'apertura e la chiusura del price value durante il primo giorno di market trading.

Ho osservato le misure non finanziarie comunicate dalle 5 *restaurant* IPO all'interno dei loro annual report, riscontrando delle similitudini nelle misure divulgate e nelle modalità nelle quali le aziende comunicano queste informazioni. I prodotti e servizi che le 5 aziende offrono sono, nell'ordine, *healthy food* (cibo salutare, in particolare insalate), *donuts* (le famose ciambelle americane), panini a base di carne, bevande di diverse tipologie e colazioni (oltre ai tipici *brunch* statunitensi). Per quanto tutte queste società rientrino nel settore *restaurant*, singolarmente sono presenti anche in mercati più piccoli e specifici. Ho poi analizzato se e come queste aziende divulgassero nei loro prospetti indicatori non-GAAP, osservando che tutte e le 5 IPO del 2021 ne fanno uso, anche se in quantità e con *exclusions* differenti. Per evidenziare queste differenze, ho prima analizzato le 5 aziende singolarmente, evidenziando sia alcune caratteristiche del loro *business* attraverso le misure non finanziarie sia le misure non-GAAP utilizzate, soffermandomi sulle *exclusions* attuate dalle società e osservando l'impatto che hanno sui singoli indicatori. In seguito, ho confrontato le misure non finanziarie, gli indicatori non-GAAP e le *exclusions* delle aziende per osservare eventuali similitudini o collegamenti tra i *business* delle aziende in questione. Infine, ho osservato se il numero di indicatori non-GAAP e di *exclusions* avesse una diretta correlazione con la variazione del prezzo subito dopo la pubblicazione del prospetto e durante il primo giorno di market trading, non trovando evidenze di tale correlazione.

## 6. EVOLUZIONE DEL PRICE VALUE

La modalità di collocamento dei titoli sul mercato azionario più diffusa nelle aziende americane è quella di presentare un'offerta con un prezzo variabile all'interno di un *price range*: questo indica l'intervallo con i valori minimi e massimi nei quali l'azienda sceglie il prezzo di collocamento. Il documento che va fornito alla SEC dalle aziende americane che intendono attuare la registrazione dei propri titoli è denominato S-1. Attraverso i documenti S-1/A emessi dalle società si può osservare l'andamento del *price range* e diverse tempistiche che le società impiegano per arrivare al prezzo di collocamento. Nelle 5 aziende analizzate (First Watch, Portillo, Dutch Bros, Sweetgreen e Krispy Kreme), il primo S-1 emesso non comunica il *price range* della società in quanto la maggior parte di esse lo comunica nel secondo S-1, denominato S-1//A. Le aziende pubblicano poi un numero diverso di documenti S-1; quella che ne divulga meno è First Watch (solamente 2) mentre quella che ne pubblica di più è Portillo (6). L'unica società ad emettere altri S-1/A non contenenti il *price range* è Portillo. In ogni caso, le tempistiche che passano dal primo S-1 all'S-1/A nel quale è comunicato il *price range* vanno dai 15 ai 21 giorni. I *price range* delle 5 aziende sono riportati nella tabella sottostante.

	First Watch	Portillo	Dutch Bros	Sweetgreen	Krispy Kreme
Price Range nell'S-1/A	17\$-20\$	17\$-20\$	18\$-20\$	23\$-25\$	21\$-24\$
Price Range prima del 424B4	17\$-20\$	17\$-20\$	18\$-20\$	23\$-28\$	17\$

Nell'intervallo che va dalla pubblicazione del documento S-1/A, dove viene comunicato il *price range*, alla pubblicazione del prospetto 424B4, solo 2 società emettono *file* dove comunicano variazioni rispetto all'S-1/A. questo *file* è denominato S-1MEF e contiene la registrazione fino ad un ulteriore 20% di titoli. Le variazioni comunicate dalle società Sweetgreen e Krispy Kreme, rispettivamente, aumentano il prezzo massimo da 25\$ a 28\$ e lo riducono da 24\$ a 17\$. Per quanto riguarda le tempistiche che intercorrono tra l'S-1/A e il 424B4, tutte e 5 le aziende si collocano tra i 9 e i 12 giorni. Dopo aver determinato il prezzo di collocamento dell'IPO, il primo giorno di market trading ha avuto effetti positivi per le aziende; tutte e 5 hanno visto il valore delle proprie azioni aumentare, anche se con incrementi differenti: Sweetgreen e Dutch Bros hanno visto il proprio prezzo aumentare esponenzialmente, chiudendo rispettivamente il primo giorno a 49,5\$ e 36,7\$; First Watch, Portillo e Krispy Kreme hanno chiuso la giornata con incrementi significativi ma decisamente ridotti rispetto alle altre. La figura 1 rappresenta l'andamento del *price value* delle 5 società nei 4 momenti indicati, dove per "stimato" si intende il medio del *price value* inserito dalle aziende nei loro documenti S-1/A.

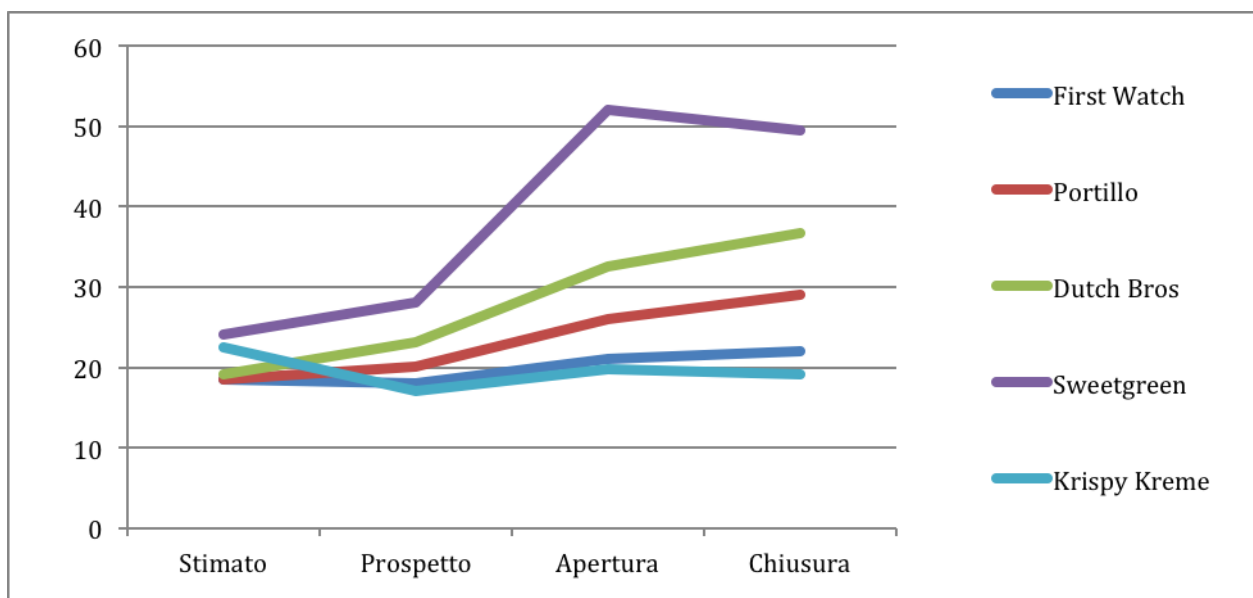


Figura 1

## 7. ANALISI DEI DOCUMENTI CONTABILI: ANNUAL REPORT E PROSPETTO 424

Nei paragrafi seguenti, ho analizzato i prospetti 424B4 (ovvero il documento con il quale la società comunica il valore dell'IPO e i propri risultati economici) delle singole aziende per vedere quali indicatori non-GAAP hanno utilizzato, i loro valori ed eventuali correlazioni tra di loro. Inoltre, ho

analizzato il documento 10-K che si riferisce all'*annual report* 2021 per osservare le caratteristiche non finanziarie dei business delle società. Tutte e 5 le aziende hanno inserito le misure non-GAAP utilizzate all'interno della sezione "*Summary Historical Consolidated Financial and Other Data*" del loro prospetto, evidenziando correttamente come tali misure non debbano essere ritenute sostitutive delle misure GAAP dagli investitori per la loro analisi, mentre le informazioni non finanziarie sono state inserite all'interno della prima sezione del documento 10-K, denominata *business*. Gli indicatori finanziari non-GAAP utilizzati dalle aziende del campione oggetto di analisi sono i seguenti: *Adjusted EBITDA*, *Adjusted EBITDA Margin*, *Restaurant Level Operating Profit*, *Restaurant Level Operating Profit Margin*, *Adjusted Net Income* e *Organic Revenue Growth*. L'*Adjusted EBITDA* rappresenta il risultato economico dell'azienda prima di ammortamenti, accantonamenti, interessi e tasse, oltre ad alcuni dati non considerati per il calcolo di questo indicatore che differiscono tra le società e verranno trattati in seguito. L'*Adjusted EBITDA Margin* è il valore dell'*Adjusted EBITDA* in rapporto ai ricavi totali. Il *Restaurant Level Operating Profit* (che in alcune aziende viene indicato come *Restaurant Level Adjusted EBITDA* o *Restaurant Level Profit*) rappresenta i ricavi derivanti dall'attività operativa dei ristoranti non includendo alcuni costi a discrezione delle singole aziende, che verranno evidenziati in seguito. Il *Restaurant Level Adjusted EBITDA Margin* rappresenta il valore del *Restaurant Level Adjusted EBITDA* in rapporto ai ricavi totali. L'*Adjusted Net Income* rappresenta l'utile derivante dall'attività operativa, non considerando alcuni oneri di carattere finanziario e costi di acquisizione, oltre all'ammortamento delle relative immobilizzazioni materiali (i singoli dati saranno approfonditi in seguito). L'*Organic Revenue Growth*, utilizzato solo dall'azienda Krispy Kreme, misura l'andamento della crescita dei ricavi escludendo l'impatto delle acquisizioni e riflette l'espansione della presenza globale dell'azienda attraverso nuove spese di capitale. Questo indicatore evidenzia la crescita dei ricavi derivanti dalle attività operative dei punti vendita i. aperti o lanciati dall'azienda ii. che sono stati di proprietà dell'azienda per almeno 12 mesi dopo la loro acquisizione. Per quanto riguarda le acquisizioni, l'indicatore rileva solo i ricavi relativi al periodo comparativo precedente durante il quale l'attività era di proprietà dell'azienda (esempio: nel calcolo dell'*Organic Revenue Growth* per l'anno 2020 attribuibile a un'attività acquisita l'ultimo giorno del terzo trimestre dell'anno fiscale 2019, l'azienda misura i ricavi dell'attività acquisita per il quarto trimestre dell'anno fiscale 2020 rispetto al quarto trimestre dell'anno fiscale 2019). Per quanto riguarda le misure non finanziarie delle aziende, i documenti di riferimento sono gli annual report del 2021, mentre per dare uniformità al confronto tra le società le misure non-GAAP utilizzate fanno riferimento all'anno fiscale 2020, dato comunicato all'interno del prospetto 424. Al termine di ogni analisi ho inserito un grafico che riassume l'andamento del *price range* dal documento S-1 al prospetto 424B4.

- **FIRST WATCH**

First Watch è una catena di ristoranti con sede a Bradenton, Florida.

L'azienda è una pioniera del settore *daytime dining restaurant*, specializzati nel servire colazioni, brunch e veloci pranzi servendosi di prodotti freschi. Possiede 435 ristoranti divisi tra 28 stati, dei quali 341 di proprietà e 94 in *franchising*. Il *main focus* dell'azienda è sulla freschezza dei prodotti, qualità che permette a First Watch di differenziare il proprio *brand* e attrarre varie tipologie di consumatore. Nel 2021 l'azienda ha aperto 22 nuovi ristoranti di sua proprietà generando un *Average Unit Volume* ("AUV") di \$2.000.000, circa l'11% maggiore rispetto all'AUV calcolato tenendo conto dei ristoranti già aperti. L'obiettivo di First Watch è aprire tra il 2022 e il 2024 oltre 130 nuovi ristoranti di sua proprietà (che secondo l'azienda saranno il motore principale della loro crescita a lungo termine, rispetto al *franchising*) e afferma che, a seguito di una collaborazione con una società di analisi, l'azienda ha un potenziale di crescita che le permetterebbe di raggiungere oltre 2.200 punti vendita negli Stati Uniti. L'azienda conta inoltre circa 10.000 dipendenti, suddivisi in 20-30 per ogni punto vendita e guidati da un *general manager*. Per quanto riguarda il *franchising*, l'azienda conta 15 franchisee che gestiscono 94 ristoranti, con l'obbligo di generarne altri 49. Il contratto di *franchising* sviluppato prevede una durata iniziale di 10 anni con un eventuale rinnovo di altri 10 anni soggetto a determinate condizioni. Attualmente First Watch non sta estendendo i contratti a nuovi *franchisee*. Oltre a competere nel vasto, competitivo e frammentato settore del *restaurant*, l'azienda opera anche nel mercato competitivo delle catene di negozi alimentari e con i servizi di abbonamento ai pasti. Una caratteristica peculiare di First Watch è la grande attenzione che viene messa sull'alta qualità del cibo e sulle rigide procedure di pulizia, controllate periodicamente o senza preavviso da ispettori sanitari.

Il prospetto di 424B4 contiene al suo interno i seguenti indicatori non-GAAP: *Adjusted EBITDA*, *Adjusted EBITDA Margin*, *Restaurant Level Operating Profit* e *Restaurant Level Operating Profit Margin*.

All'interno dell'*Adjusted EBITDA* First Watch non considera i seguenti dati: costi derivanti dall'IPO (*IPO readiness and strategic transition costs*), costi derivanti dall'impatto della pandemia COVID-19 (*COVID related charges*), costi derivanti dall'eventuale perdita di valore di alcuni assets (*Impairments and loss on disposal of assets*), costi di transizione derivanti principalmente dall'acquisto di franchise e dalla chiusura di alcuni ristoranti (*Transaction expenses (income) net*), costi derivanti dal pagamento dei dipendenti tramite equity della società (*Stock-based compensation*), costi di reclutamento e riallocazione (*Recruiting and relocations costs*) e costi di buonuscita (*Severance costs*). Il totale di queste *exclusions* è di \$10.270.000, che sommate ad

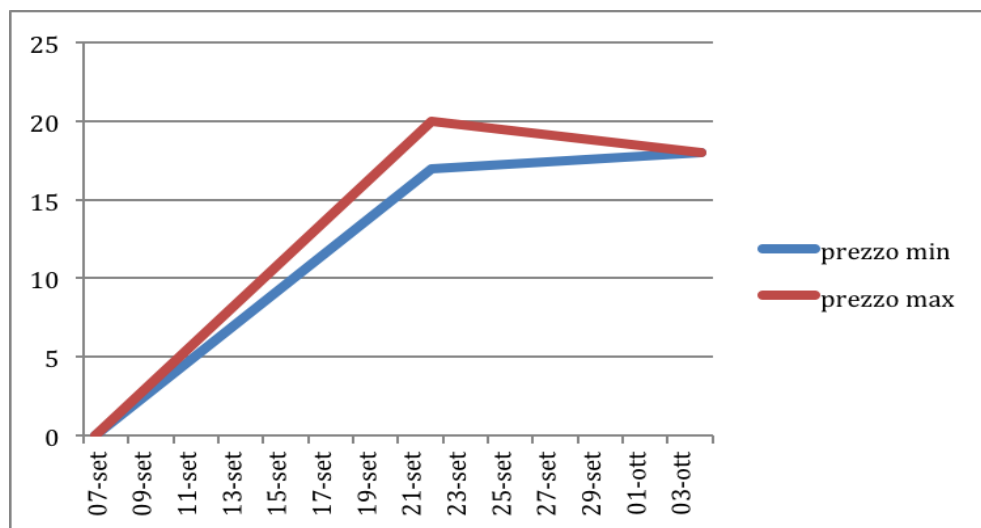
ammortamenti, svalutazioni e interessi diventa \$43.937.000. Le *exclusions* riconciliano la *Net Loss* (\$49.681.000) all'*Adjusted EBITDA* (\$-5.744.000).

L'*Adjusted EBITDA Margin* è del -1,7%, a fronte di ricavi totali pari a \$337.433.000.

Per quanto riguarda l'indicatore *Restaurant Level Operating Profit*, le *exclusions* attuate dall'azienda sono: costi generali e amministrativi (*General and administrative expenses*), ammortamenti e svalutazioni (*Depreciations and amortisation*), costi derivanti dalla pandemia COVID-19, costi di transizione derivanti principalmente dall'acquisto di *franchise* e dalla chiusura di alcuni ristoranti e costi derivanti dall'eventuale perdita di valore di alcuni *assets*. La differenza tra questo indicatore e il valore delle entrate dall'attività operativa (*Income from operations*) è di \$39.833.000; le *exclusions* che hanno più peso in questa differenza sono i costi generali ed amministrativi (\$27.341.000) e gli ammortamenti e svalutazioni (\$15.762.000).

Il *Restaurant Level Operating Profit Margin* è 20.2% a fronte vendite totali dei ristoranti (*Restaurant sales*) di \$277.054.000.

First Watch pubblica il documento S-1 il 07/09/2021. Al suo interno non viene indicato nessun *price range*. La prima stima attuata dall'azienda viene comunicata nel documento S-1/A del 22/07/2021, nel quale First Watch comunica un *price range* di 17\$-20\$. Il 04/10/2021 viene pubblicato il prospetto 424B4, nel quale l'azienda comunica il valore dell'IPO, ovvero 18\$ *per share*.



## • PORTILLO'S

Portillo's è una catena di ristoranti *fast casual* americana con sede a Oak Brook, Illinois.

L'azienda possiede ed opera in 69 ristoranti, distribuiti in 9 stati (dati di Dicembre, 2021) nei quali vengono serviti tra gli altri piatti tipici di Chicago, panini italiani e dolci fatti in casa. Tra i 69 ristoranti, che generano un AUV di \$7.700.000, è compreso uno di proprietà di C&O Chicago, del quale Portillo's possiede il 50% del capitale sociale. La strategia di crescita della società punta ad



aumentare il numero di ristoranti del 10% circa. Portillo's utilizza 6 canali di vendita: *drive-thru*, *dine-in*, *carry out*, *delivery*, *catering offerings*, *direct-shipping offering*. I manager di Portillo's affermano che la competitività dell'azienda si basa su qualità del cibo, gusto, velocità del servizio e prezzo di vendita, oltre alla varietà di canali di vendita. Portillo's conta 7.453 dipendenti, nei quali sono compresi 155 addetti al supporto dei ristoranti e 267 *restaurant managers*. Il settore di mercato nel quale opera l'azienda è quello della ristorazione, molto frammentato ed estremamente competitivo. In particolare, Portillo's compete con i ristoranti che attuano una strategia basata sulla rapidità del servizio e su una concezione fast casual. L'azienda si inserisce nel contesto competitivo tramite piccoli, medi e grandi ristoranti che combinano le 6 tipologie di vendita utilizzate dall'azienda.

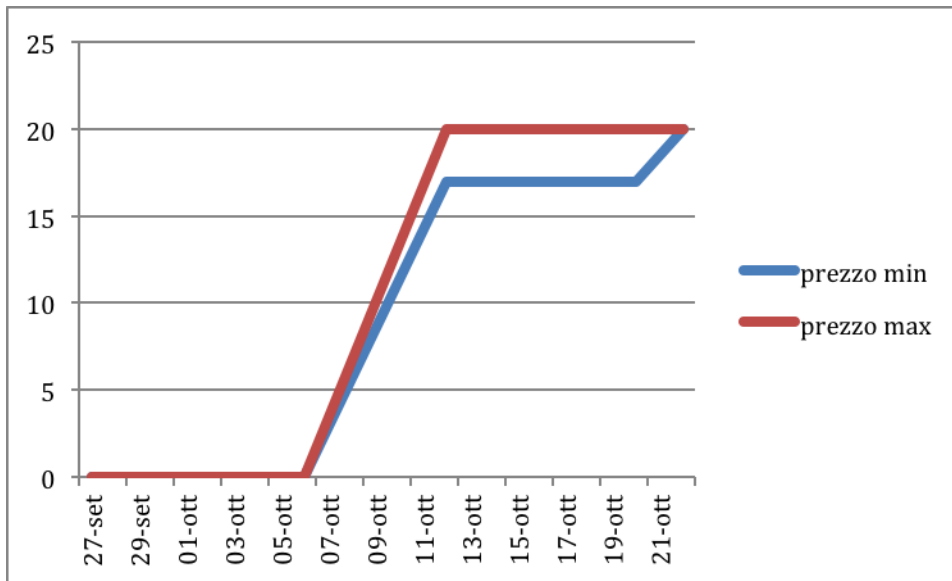
Il prospetto 424B4 divulga le seguenti misure non-GAAP: *Adjusted EBITDA*, *Adjusted EBITDA Margin*, *Restaurant Level Adjusted EBITDA* e *Restaurant Level Adjusted EBITDA Margin*.

Le *exclusions* utilizzate dai manager nell'indicatore *Adjusted EBITDA* sono costi derivanti da canoni dilazionati (*Deferred rent*), costi derivanti dalle retribuzioni e da consulenze (*Unit-based compensation and consulting fees*), costi derivanti da smaltimento di beni e attrezzature (*other income*) e costi di transazione legati alle consulenze (*Transaction-related fees and expenses*). Dei costi appena elencati quelli che hanno più peso nel calcolo dell'indicatore sono i *deferred rent* (\$2.771.000) e gli *unit-based compensation and consulting fees* (\$2.960.000). Ad esse vanno sommati ammortamenti, svalutazioni e interessi, per un totale delle *exclusions* di \$75.541.000 che riconciliano l'*Adjusted EBITDA* (\$87.804.000) al *Net Income* (\$12.263.000). L'*Adjusted EBITDA Margin* è il 19.3% e viene calcolato sui ricavi totali, pari a \$455.471.000.

Per quanto riguarda il *Restaurant Level Adjusted EBITDA* le *exclusions* fatte riguardano i costi generali ed amministrativi (*general and administrative expenses*), ammortamenti e svalutazioni (*depreciation and amortization*), *net income attributable to equity method investment* e *other income*, per un totale di \$64.651.000. Gran parte di questa somma (circa il 99%) è data dai costi generali ed amministrativi (\$39.854.000) e da ammortamenti e svalutazioni (\$24.584.000). Il totale delle *exclusions* rappresenta la differenza tra l'indicatore e gli incassi derivanti dall'attività operativa (*Operating income*). Il *Restaurant Level Adjusted EBITDA Margin* è uguale al 26,8% e viene calcolato come *Restaurant Level Adjusted EBITDA* su ricavi totali (\$455.471.000).

Il documento S-1 viene pubblicato il 27/09/2021, all'interno del quale non viene inserito nessun *price range*. In seguito vengono pubblicati 5 documenti S-1/A: nei primi due (rispettivamente il 29/09 e il 06/10) non vi sono stime di un *price range*; la prima stima viene effettuata nel documento emanato il 15/10, dove l'azienda inserisce un *price range* di 17\$-20\$; gli ultimi due S-1/A

pubblicati (rispettivamente 15/10 e 20/10) confermano la stima effettuata in precedenza. Il 22/10 Portillo pubblica il prospetto 424B4 contenente un prezzo di IPO pari a 20\$ *per share*.



- **DUTCH BROS**

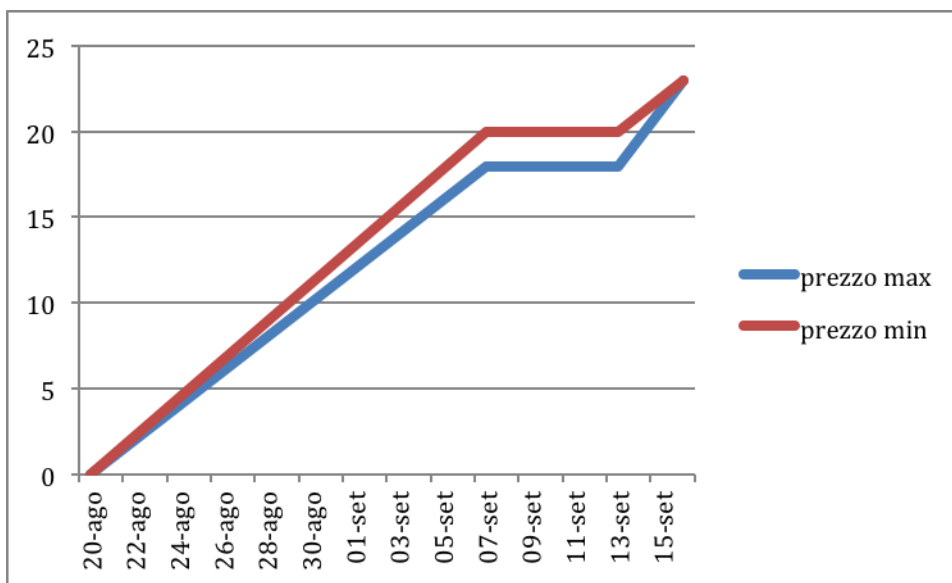
Dutch Bros è una catena di caffè *drive-through* con sede a Grants Pass, Oregon.

L'azienda vende bevande che hanno la caratteristica di essere servite in contenitori fatti a mano di alta qualità, con una velocità elevatissima e un servizio eccellente. La tipologia di vendita utilizzata è il drive-thru. A Dicembre 2021, l'azienda conta 538 punti vendita allocati in 12 stati, suddivisi in 271 direttamente gestiti e 267 in *franchising*. Una caratteristica particolare è che gli stati nei quali sono presenti i punti vendita si trovano tutti nella parte ovest degli USA. Attraverso la collaborazione con una società di analisi dati, Dutch Bros afferma che c'è potenziale a lungo termine per l'apertura di oltre 4.000 punti vendita negli Stati Uniti. L'AUV generato dai punti vendita gestiti dall'azienda nel 2021 è stato di \$1.800.000. Nel corso del tempo, l'azienda ha cambiato la propria strategia di *franchising*: nel 2008 hanno smesso di vendere *franchising* a operatori che non provenivano più dal loro sistema; nel 2017 hanno interrotto le operazioni di *franchising* passando ad una diversa strategia aziendale, basata su una crescita derivante da negozi direttamente gestiti dall'azienda, mantenendo solo i contratti già esistenti. Dal 2017 infatti i punti vendita gestiti dall'azienda sono passati da 90 a 271, superando così i franchise shops. Dutch Bros conta circa 19.000 dipendenti, dei quali 11.000 nei punti vendita direttamente gestiti. Il segmento operativo delle bevande è, come quello della ristorazione in generale, altamente competitivo e frammentato; i manager di Dutch Bros affermano che i loro principali competitors sono le aziende del settore *drive-thru coffee shops*. Inoltre, data la loro bevanda energetica Dutch Bros. Blue Rebel, la società si inserisce anche nel settore competitivo dei negozi di alimentari.

Il prospetto 424B4 contiene le seguenti misure finanziarie non-GAAP: *Adjusted EBITDA* e *Adjusted EBITDA Margin*.

Le *exclusions* attuate dai manager nel calcolo dell'indicatore *Adjusted EBITDA* sono principalmente costi legati alla pandemia COVID 19, costi di transazione legati al passaggio da carta fedeltà ad un nuovo programma fedeltà presente in un'applicazione (*Dutch rewards transition*), oltre a costi derivanti dai premi conseguiti da dipendenti durante il periodo 2019-Giugno 2021 (*Equity based compensation*). Sommando ammortamenti, svalutazioni e interessi si osserva che *Adjusted EBITDA* (\$69.764.000) e *Net Income* (\$5.725.000) differiscono di \$64.039.000. La percentuale dell'*Adjusted EBITDA* sui ricavi totali (*total revenue*, \$327.413.000) è pari al 21% (indicato nel prospetto come “% of revenue”, corrisponde all'*Adjusted EBITDA Margin*).

Dutch Bros pubblica il documento l'S-1, non contenente alcuna stima riguardante il *price range*, il 20/08/2021. Il documento seguente (l'S-1/A del 07/09) contiene una stima di 18\$-20\$, confermata nell'S-1/A seguente (emesso il 13/09). Il prospetto 424B4 del 16/09 comunica un prezzo di IPO di 23\$ *per share*.



- **SWEETGREEN**

Sweetgreen è una catena di ristoranti americani che serve principalmente *healthy food*, con sede a Los Angeles, California.

L'azienda punta a creare una nuova tipologia di *fast food*, servendo cibi più salutari rispetto a quelli che si trovano solitamente in quelli tradizionali, utilizzando trasparenza e qualità nei prodotti serviti e andando incontro alle esigenze dei consumatori. L'obiettivo è quello di connettere il cibo ad una cultura più salutare, utilizzando sia i loro ristoranti che le loro piattaforme digitali. L'azienda ha anche collaborato con numerosi chef, atleti, musicisti e altri leader nella comunicazione, a riconferma dell'ambizione di Sweetgreen di diffondere un'ideologia innovativa all'interno dei

tradizionali fast food. Sweetgreen possiede 150 ristoranti, distribuiti lungo 13 stati, 31 dei quali sono stati aperti durante l'anno 2021, con l'obiettivo di avere 1.000 punti vendita operativi entro la fine della decade (2030). Uno dei punti cardini della strategia di Sweetgreen è la grande attenzione messa nel controllo di qualità del cibo, attraverso il loro *Comprehensive Food Safety Plan* il quale include determinati standard qualitativi nella pulizia e nel controllo del cibo. Sweetgreen utilizza 5 canali distributivi: *pick-up, native delivery, outpost, in-store e marketplace*. L'azienda conta 4.877 dipendenti, 363 dei quali lavorano nei centri di supporto dei ristoranti. Il segmento competitivo è quello dei *fast food* tradizionali. I manager dell'azienda affermano che, data la pre-esistenza di alcuni di questi *fast food*, Sweetgreen presenta uno svantaggio a livello finanziario, di *marketing* e di risorse. Espandendosi in nuovi settori geografici e sviluppando i canali digitali, l'azienda afferma che i nuovi competitors che dovrà fronteggiare sono tutti i *food delivery marketplace* (aziende che consegnano cibo a domicilio), compresi alcuni con i quali Sweetgreen collabora, e piccoli negozi di alimentari, in particolare quelli che si occupano della vendita di cibi freschi e biologici. Un rischio che l'azienda sottolinea è, data la natura innovativa dei loro ristoranti, che i nuovi concorrenti possano copiare o addirittura migliorare il loro business.

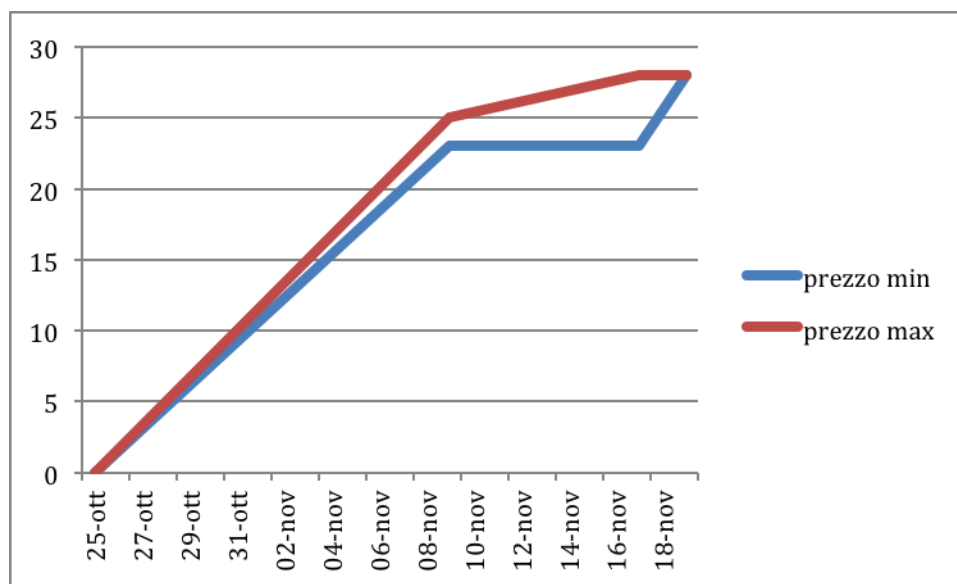
All'interno del prospetto 424B4 Sweetgreen inserisce 4 misure finanziarie non-GAAP: *Restaurant Level Profit, Restaurant Level Profit Margin, Adjusted EBITDA e Adjusted EBITDA Margin*.

Per quanto riguarda il Restaurant Level Profit, Sweetgreens utilizza le seguenti *exclusions*: costi generali e amministrativi (*general and administrative*), ammortamenti e svalutazioni (*depreciation and amortization*), costi di pre apertura (*pre-opening costs*), costi derivanti dalla perdita di valore di assets a lungo termine (*impairment of long lived assets*) e costi di smaltimento di proprietà ed equipaggiamenti (*loss on disposal of property and equipment*). Il totale delle *exclusions* raggiunge \$132.891.000, che riducono le perdite derivanti dall'attività operativa (*loss from operations*, \$141.593.000) in maniera significativa, arrivando ad un valore di *Restaurant Level Profit* uguale a -\$8.702.000.

Le *exclusions* attuate per il calcolo dell'Adjusted EBITDA sono costi derivanti da oneri finanziari (*interest income e interest expense*), *depreciation and amortization, stock-based company compensation, loss on disposal of property and equipment, impairment of long lived assets e other expense*. La somma di questi costi aggiusta il valore della *Net Loss* (\$141.224.000) di \$33.741.000; il valore dell'*Adjusted EBITDA* è di -\$107.483.000. L'*Adjusted EBITDA Margin* è di -49%, a fronte di ricavi totali uguali a \$220.615.000.

Sweetgreen pubblica il documento S-1 il 25/10. La prima stima del *price range* viene pubblicata nel documento S-1/A del 09/11 e segnala un intervallo di 23\$-25\$, stima che viene confermata nel documento seguente (S-1/A del 17/11). Nello stesso giorno, Sweetgreen pubblica il documento S-

1/MEF dove viene indicato un aumento del prezzo massimo a 28\$ *per share*, valore che viene confermato nel prospetto 424B4 pubblicato il 19/11/2021.



#### • KRISPY KREME

Krispy Kreme è una multinazionale americana che vende ciambelle e che possiede catene di caffetterie. È uno dei più noti brand che vende dolci in tutto il mondo. L'azienda possiede più di 10.000 punti vendita sparsi in tutto il mondo (più di 30 stati), dei quali l'84% sono direttamente gestiti. Gestisce i prodotti tramite 4 canali di distribuzione: *Hot Light Theater and Fresh Shop*, *Delivery Fresh Daily*, *E-Commerce* e *Branded Sweet Treat Line*. Attualmente, le operazioni di *franchising* da parte della azienda sono state effettuate nei *market development* (i paesi nei quali l'azienda punta ad espandersi). Il modello di business si basa su prodotti freschi e di qualità, al contrario della politica applicata dall'azienda nel 2016, quando il focus principale era quello allargare il più possibile i propri canali di vendita, anche a discapito della qualità del cibo e tramite *franchising*. Krispy Kreme vanta circa 21.500 dipendenti sparsi in tutto il mondo. È convinzione dell'azienda che uno dei suoi fattori di maggior successo sia *l'appeal* generato dall'iconico brand, il che la rende una delle *street retailers* più amate di tutto il mondo. Alcuni dei paesi nei quali Krispy Kreme ha venduto le proprie ciambelle nel 2021 sono l'Australia, il Regno Unito, la Thailandia e la Turchia. Questo rende l'azienda molto attiva dal punto di vista *social*; nel 2021 ha generato 40 miliardi di *impression* tramite i loro canali *social*, rispetto ai 2 miliardi generati nel 2016. Krispy Kreme utilizza un modello omni-channel, reso possibile dal loro *Hub and Spoke* e dall'*E-commerce*, che gli permettono di massimizzare le loro opportunità di mercato. L'aspettativa dell'azienda è quella di espandere i propri prodotti nel mercato internazionale, in paesi come Canada e Giappone. I principali segmenti di mercato attuali sono 3: Stati Uniti e Canada, mercato internazionale e mercato in fase di sviluppo. I manager dell'azienda affermano che Krispy Kreme sarà in grado di

unire una reputazione internazionale alla lealtà del loro *brand* tramite 3 strategie di crescita: aumentare la sperimentazione e la frequenza, aumentare i punti di vendita in mercati nuovi ed esistenti e aumentare la redditività tramite l'incremento di efficienza della propria rete *omnichannel*. L'azienda compete nel settore dei venditori di ciambelle, biscotti e altri dolci in generale.

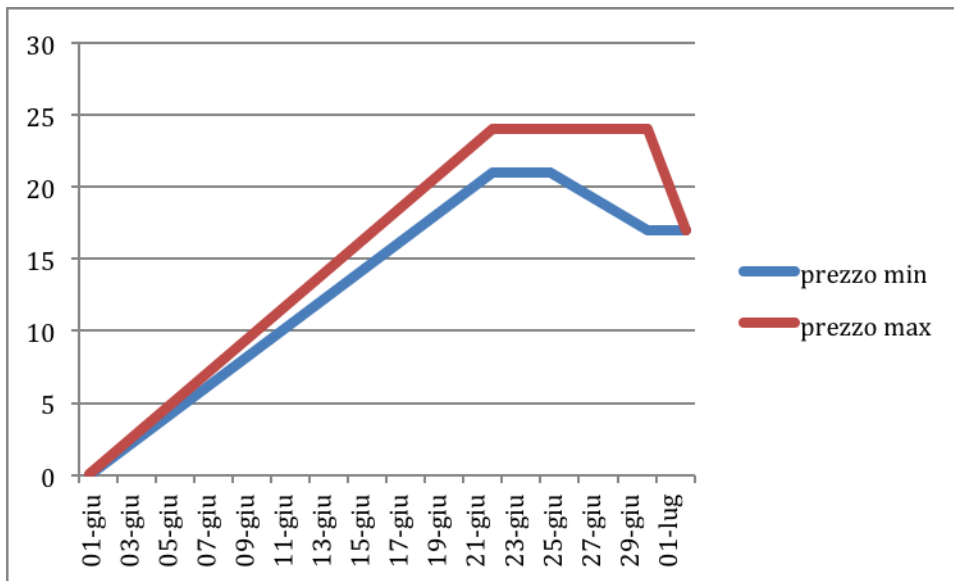
Il prospetto 424B4 presente al suo interno 3 misure finanziarie non-GAAP: Adjusted EBITDA (\$145.434.000), Adjusted Net Income (\$42.346.000) e Organic Revenue Growth (\$11.788.000).

Per quanto riguarda il primo indicatore, il totale delle *exclusions* attuate dall'azienda ammonta a \$206.374.000, che riconciliano l'Adjusted EBITDA a una Net Loss di \$60.940.000. Le *exclusions* utilizzate nel calcolo dell'indicatore, oltre a ammortamenti, svalutazioni e interessi, sono 7: *Share-based compensation* (\$11.619.000), *Other non operating income* (\$1.101.000), apertura di un nuovo punto vendita a NY (*NY Hot Light Theater Shop Opening*, \$6.513.000), *Strategic Initiatives* (si riferiscono principalmente a costi di consulenza, costi di transizione del personale e costi relativi all'evoluzione delle attività nei punti vendita U.S, \$20.517.000), Acquisizioni (\$12.679.000), Costi derivanti dalla chiusura di punti vendita (\$6.269.000), *Other* (sono compresi costi di commissione e spese di consulenza in relazione alla preparazione dell'IPO, compensate in modo parziale da una plusvalenza su vendita di terreni, \$3.159.000).

Nell'*Adjusted Net Income*, Krispy Kreme utilizza le 7 *exclusions* attuate per l'*Adjusted EBITDA* e aggiunge Ammortamenti di acquisizioni legate a immobilizzazioni immateriali (\$26.328.000), e l'Impatto fiscale delle tasse (ovvero l'impatto fiscale delle rettifiche attuate usando l'aliquota legale applicabile, che nel 2020 è stata il 25.2% e ha generato \$27.629.000).

Per quanto riguarda l'*Organic Revenue Growth*, l'azienda riconcilia alla differenza tra i ricavi netti del 2019 e del 2020 (\$162.628.000) l'impatto che hanno avuto le acquisizioni fatte (\$150.841.000), generando un indicatore pari a \$11.788.000.

Il primo documento nel quale viene attuata una stima del *price range* è l'S-1/A del 22/06/2021, confermato nel seguente S-1/A del 25/06. Il 30/06 Krispy Kreme comunica nel documento S-1/MEF una diminuzione del prezzo massimo fino a 17\$ *per share*, prezzo che verrà confermato nel prospetto 424B4 del 02/07/2021.



## 8. CONFRONTO

Tutte e 5 le aziende comunicano le misure non finanziarie all'interno dei loro *annual report*. La tipologia e le modalità con le quali vengono comunicate queste informazioni convergono verso una linea comune; le informazioni principali che i *manager* comunicano sono i) il *core business* ii) i punti di forza dell'azienda, iii) gli obiettivi futuri di breve e lungo termine ed eventuali settori competitivi differenti dal macro settore *restaurant* nei quali l'azienda compete. Inoltre, tutte e 5 le aziende divulgano le informazioni presenti in figura 2. Le differenze a livello comunicativo sono minime: Sweetgreen espone la grande presenza della società sui *social media* e le numerose collaborazioni fatte con chef e personaggi famosi mentre ad esempio Krispy Kreme fa leva sulla fama a livello mondiale del proprio *brand*. First Watch, Dutch Bros e Krispy Kreme utilizzano il franchising, anche se tutte le aziende sottolineano come la strategia futura dell'azienda punti ad aprire nuovi punti vendita gestiti direttamente; per esempio Krispy Kreme afferma che verranno aperti nuovi punti vendita in franchising solamente nei mercati in via di sviluppo. Una misura interessante da analizzare per quanto riguarda le aziende del settore è l'AUV: l'unica azienda a non aver diminuito il proprio livello dal 2019 al 2020, nonostante l'avvento della pandemia di COVID-19, è stata Dutch Bros, mentre l'unica a non comunicare questa informazione all'interno dei propri documenti contabili è Krispy Kreme.

	First Watch	Portillo	Dutch Bros	Sweetgreen	Krispy Kreme
Punti vendita totali	435	69	538	150	10.000
Franchising	94	0	267	0	1.600
AUV (\$)	2.000.000	7.700.000	1.800.000	2.500.000	/
Dipendenti	10.000	7.453	19.000	4.877	21.500

Figura 2

Analizzando le misure non-GAAP si osserva che tutte e 5 le società utilizzano 2 di indicatori: l'Adjusted EBITDA e l'Adjusted EBITDA Margin. Le motivazioni per le quali i manager delle aziende decidono di comunicare tali misure sono essenzialmente le stesse e possono essere riassunte in 3 punti principali: i) ritengono questi indicatori dei fattori importanti per valutare le performance dei manager quando sottoposti a retribuzioni incentivanti ii) valutano i maniera appropriata i risultati operativi e l'efficacia del loro business iii) all'interno dell'azienda, vengono utilizzati come *benchmark*, per confrontare le *performance* con quelle dei loro *competitors*. Inoltre, permettono di comparare le proprie *performance* operative isolando le voci straordinarie, oltre a quelle variano da periodo a periodo senza alcuna correlazione con l'attività operativa. È opinione condivisa da parte dei manager che l'utilizzo di questi indicatori porti una maggiore trasparenza nella loro disclosure. All'interno di questi indicatori però, le aziende utilizzano alcune *exclusions* differenti tra di loro, sebbene alcune di loro siano comuni a tutte. Una serie di costi utilizzati da tutte e 5 le aziende come *exclusions* sono gli ammortamenti, le svalutazioni e gli interessi; questo tratto comune evidenzia come partendo dalla *Net Loss* o dal *Net Income*, le imprese tendano ad evidenziare subito queste tipologie di costi. È interessante osservare che il peso di ammortamenti, svalutazioni e interessi all'interno del totale *exclusions* supera il 70% in 4 aziende, con Portillo che raggiunge un picco del 92%. L'unica ad avere un peso percentuale nettamente inferiore è Dutch Bros, il quale peso dei costi sopra citati arriva al 31%.

	First Watch	Portillo	Dutch Bros	Sweetgreen	Krispy Kreme
Ammortamenti, svalutazioni e interessi	\$33.667.000	\$69.615.000	\$20.143.000	\$26.237.000	\$146.737.000
% sul totale exclusions	77	92	31	78	71

Figura 3

Un altro costo che tutte le aziende inseriscono all'interno delle loro *exclusions* è la *stock (o share) based compensation*. Questa voce indica la remunerazione conseguita ai dipendenti sotto forma di azioni della società che normalmente è conferita tramite *stock options* o *restricted options*. L'azienda nella quale questo costo ha il peso relativo maggiore è Dutch Bros (circa il 55% sul totale *exclusion*) ed è anche quella dove in termini assoluti il valore della *share-based compensation* è più alto (\$35.087.000). Ci sono poi *exclusions* che vengono utilizzate da coppie di aziende: First Watch e Dutch Bros sono le uniche a tenere conto dei costi derivanti dal COVID-19 (rispettivamente \$4.749.000 e \$8.342.000); First Watch e Sweetgreen tengono conto degli *impairment test* attuati sui loro *asset*, anche se i costi hanno un peso percentuale relativamente basso (entrambe con sotto 1%). A livello numerico, l'azienda che utilizza più *exclusion* è Krispy Kreme (ben 7, oltre ad ammortamenti, svalutazioni e interessi, per un totale di \$206.392.000) mentre Dutch Bros è quella



che ne utilizza meno (3 tipologie: Share based Compensation, costi derivanti dal COVID-19 e ricavi conseguiti dal loro *merchandising*). Per quanto riguarda l'impatto che le *exclusions* totali hanno sull'Adjusted EBITDA, escludendo i costi di ammortamenti, svalutazioni e interessi dei quali ho parlato in precedenza, Portillo risulta quella nel quale le *exclusions* hanno il peso percentuale minore (meno dell'1%) mentre Dutch Bros, essendo quella dove ammortamenti, svalutazioni e interessi impattano di più, quella con il peso maggiore (circa 63%).

Passando all'altro indicatore non-GAAP utilizzato da tutte le aziende, Dutch Bros è quella con l'*Adjusted EBITDA Margin* maggiore, 21%, che corrisponde ad una redditività più alta e una solidità maggiore rispetto alle altre società. Dato il valore negativo del loro *Adjusted EBITDA*, First Watch e Sweetgreen mostrano un *Adjusted EBITDA Margin* nettamente inferiore rispetto alle altre IPOs (rispettivamente -1,7% e -49%).

Per quanto riguarda invece l'indicatore *Restaurant Level Profit*, utilizzato da First Watch, Portillo e Sweetgreen, le *exclusions* attuate presentano varie similitudini: tutte e 3 le aziende, partendo dalle perdite o dai ricavi derivanti dall'attività operativa, aggiungono i) costi generali e amministrativi ii) ammortamenti e svalutazioni. Questi sono anche i costi che hanno il peso percentuale maggiore all'interno dell'indicatore (rispettivamente 95%, 99% e 95%). Le *exclusions* per le quali le aziende differiscono sono costi derivanti dal COVID-19 (inclusi da First Watch) e costi di pre-apertura (utilizzati da Portillo e Sweetgreen). Date le similitudini riscontrate nella costruzione di questo indicatore, il confronto tra le 3 aziende risulta immediato: Portillo, anche grazie al suo *Net Income*, supera di gran lunga First Watch e Sweetgreen con un *Restaurant Level Profit* di \$121.945.000, mentre Sweetgreen nonostante gli ingenti costi amministrativi sostenuti comunica un indicatore con valori negativi (-\$8.702.000).

	First Watch	Portillo	Dutch Bros	Sweetgreen	Krispy Kreme
Net Loss (Income)	\$49.681.000	\$(12.263.000)	(\$5.725.000)	\$141.224.000	\$60.940.000
Adjusted EBITDA	\$-5.744.000	\$87.804.000	\$69.764.000	\$-107.483.000	\$145.434.000
Adjusted EBITDA Margin	-1,7%	19,3%	21%	-49%	13,4%
Restaurant Level Profit	\$28.236.000	\$121.945.000	/	\$-8.702.000	/
Restaurant Level Profit Margin	8,4%	26,8%	/	-4%	/

Figura 4

## 9. CONCLUSIONI

Negli ultimi anni, misure non finanziarie e indicatori non-GAAP sono stati usati con maggiore ricorrenza in sede di IPO. Ho analizzato gli *annual report* e i prospetti delle 5 *restaurant* IPO del 2021 per osservare se questo trend fosse presente anche nelle aziende coinvolte e quale effetto abbia avuto negli investitori. In particolare, gli obiettivi del documento erano: i) trovare eventuali

similitudini tra le misure non finanziarie utilizzate e comunicate dalle 5 aziende ii) osservare se gli indicatori non-GAAP divulgati e in particolare le *exclusions* utilizzate all'interno degli indicatori presentassero analogie iii) osservare se ci fossero evidenze di una diretta correlazione tra l'andamento del *price value* delle 5 aziende dall'inizio del processo di IPO al primo giorno di *market trading* e l'utilizzo di indicatori non-GAAP all'interno del prospetto pubblicato. I risultati ottenuti dall'analisi dei documenti e dalla comparazione delle 5 aziende evidenziano:

- Uno standard minimo nell'utilizzo delle misure non finanziarie; tipologia di business, obiettivi futuri, punti di forza e *competitor* sono informazioni che i manager devono necessariamente comunicare agli investitori, in aggiunta ai dati presenti in figura 2.
- L'utilizzo degli indicatori non-GAAP, sebbene in quantità e modalità differenti, risulta una costante nella *disclosure* attuata dalle restaurant IPO, in quanto anche le IPO del 2020 e del 2019 (rispettivamente Muscle Marker Grill e Kura Sushi) hanno divulgati all'interno dei loro prospetti determinate misure non-GAAP, segno che i *manager* le ritengono acquisite e indispensabili per un'elevata ed incisiva qualità nella comunicazione al mercato.
- Le uniche due aziende che hanno avuto un aumento sostanziale del loro *price value* rispetto al *price range* comunicato nei documenti precedenti all'IPO sono state Dutch Bros e Sweetgreen. Tuttavia, già alla fine dell'anno il prezzo di Sweetgreen è calato notevolmente, attestandosi sui livelli comunicati nel prospetto 424, mentre quello di Dutch Bros ha continuato a crescere. Dutch Bros è la società che comunica agli investitori meno indicatori non-GAAP rispetto alle altre e che all'interno del suo indicatore utilizza meno *exclusions*, anche se il loro impatto al suo interno (ammortamenti, svalutazioni e interessi esclusi) ha il peso percentuale maggiore. Non ci sono evidenze tangibili che mostrano quindi la diretta correlazione tra divulgazione degli indicatori non-GAAP e l'impatto che le stesse possono avere sul prezzo del titolo osservato durante il primo giorno di *market trading*.

L'utilizzo di indicatori non GAAP e di informazioni qualitative è un fatto acquisito in quanto conferisce completezza alla presentazione della società, fornendo altresì quegli elementi valutativi che integrano e completano il set documentale obbligatorio, dando agli investitori un quadro più ampio per la valutazione della società e sulla congruità del prezzo offerto in IPO. Resta, da parte degli organi di vigilanza e degli investitori professionali, un focus sull'eventuale abuso di tali misure e in particolare sulla possibilità che alcune di esse possano sfociare in informazioni fraudolente traendo in inganno potenziali sottoscrittori. Resta un'evidenza che il settore analizzato, in relazione all'andamento dei titoli post IPO, fatica a mantenere adeguati livelli di capitalizzazione, e che tale specificità risieda nella difficoltà a raggiungere quelle performance che erano state rappresentate come target raggiungibili in sede di IPO stessa.

## ***BIBLIOGRAFIA***

- Balvers, 1988, Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation, *The accounting review*, 63 (4), 605-622
- Bancel e Mittoo, 2009, Why do european firms go public?, *European financial management*, 15 (4), 844-884
- Beatty, 1989, Auditor reputation and the pricing of initial public offering, *The Accounting review*, 64 (4), 693-709
- Bentley, Christensen, Gee e Whipple, 2018, Disentangling Managers' and Analysts' non-GAAP reporting, *the journal of accounting review*, 56 (4), 1039-1081
- Black e Christensen, 2018, Policy implications of research on non-GAAP reporting. *Research in accounting regulation*, 30 (1), 1-7
- Black, Christensen, Ciesielski e Whipple, 2017, Non-GAAP reporting: evidence from academia and current practice, *Journal of Business Finance&Accounting*, 45 (3-4), 259-294
- Brown, Christensen, Steffen e Menini, 2022, Non-GAAP Earnings Disclosure and the Valuation of IPOs  
Disponibile su  
SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2803795> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2803795>.
- Chemmanur e Fulgheri, 1999, Theory of the going-public decision, *Review of financial studies*, 12 (2), 249-279.
- Curtis, Mcvay e Whipple, 2013, The Disclosure of Non-GAAP Earnings Information in the Presence of Transitory Gains, *The Accounting Review*, 89 (3), 933-958.
- Doyle, Jennings e Soliman,, 2013, Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts, *Journal of Accounting and Economics*, 56 (1), 40-56
- Heflin e Hsu, 2008, The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, 46 (2-3) 349-365
- Hogan, 1997, Costs and Benefits of audit quality in the IPO market: a self-selection analysis, *The Accounting Review*, 72 (1), 67-86
- Ittner e Larcker, 1998, Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? an analysis of customer satisfaction, *Journal of accounting research*, 36, 1-35
- Lougee e Marquardt, 2004, Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings, *the accounting review*, 79 (3), 769-795
- Low e Siesfield, 1998 Measures that matter: non-financial performance, *Strategy&Leadership*, 26 (2), 24-38
- Marques, 2006, SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures, *review of accounting studies*, 11(4), 549-574
- Mun e Jang, 2009, Restaurant firms' IPO motivations and post-IPO performances: Staying Public, being delisted or merged?, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 31 (9), 3484-3502
- Pagano, Panetta e Zingales, 1998, Why do companies go public? An empirical analysis, *Journal of finance*, 53 (1), 27-64
- Ritter e Welch, 2002 A review of IPO Activity, pricing and allocations, *Journal of finance*, 57 (4), 1795-1828
- SEC, 2002, Disponibile su: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>.
- Has Regulation G improved the information quality of non-GAAP earnings disclosures?,  
Yi, 2006, Michigan: Michigan State University, Disponibile su  
<https://www.proquest.com/openview/4161c1af5d6fc2f6fa970f8e846362db/1?cbl=18750&diss=y&pq-origsite=gscholar&parentSessionId=%2B9r2VHZUMqD1VF6EEO59PuiPf4XkHsBO%2FtaZ5jIGkx0%3D>

