



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI ECONOMIA DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

ANALISI COMPARATIVA DI IPO E SPAC

NEL SETTORE AEROSPAZIALE:

IL CASO DI VIRGIN GALACTIC

Candidato:

GIAN MARCO DI VIRGILIO

Relatore:

PROF. FRANCESCO CERRI

ANNO ACCADEMICO 2022-2023

INDICE

| | |
|--|----|
| INDICE | 2 |
| INTRODUZIONE | 3 |
| CAPITOLO 1 INITIAL PUBLIC OFFERING | 4 |
| 1.1 Definizione e caratteristiche delle IPO | 4 |
| 1.1.1 CFOs e le motivazioni per quotarsi in borsa: Uno studio empirico | 6 |
| 1.2 Quotarsi sulla Borsa Italiana..... | 12 |
| 1.2.1 Requisiti per la Quotazione | 12 |
| 1.2.2 Procedimento, Attori e Tempistiche della quotazione | 14 |
| 1.2.3 Costi e Aspetti Economici della Quotazione..... | 19 |
| 1.3 Il fenomeno dell' Underpricing | 25 |
| 1.3.1 Cause dell' Underpricing | 25 |
| CAPITOLO 2 SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY | 30 |
| 2.1 Concetto e funzionamento delle SPAC | 30 |
| 2.2 Processo di creazione della SPAC | 33 |
| 2.3 Differenze chiave tra IPO e SPAC | 38 |
| 2.4 Il Paradosso delle SPAC | 44 |
| CAPITOLO 3 ANALISI DEL SETTORE AEROSPAZIALE E LE SOLUZIONI MIGLIORI DI QUOTAZIONE: ATTRAVERSO IL CASO VIRGIN GALACTIC | 47 |
| 3.1 Evoluzione storica dal settore aerospaziale al turismo spaziale | 47 |
| 3.2 Il caso Virgin Galactic | 51 |
| 3.2.1 Benefici derivanti dalla quotazione di Virgin Galactic tramite SPAC | 53 |
| 3.3 Rischi della quotazione tramite SPAC nel settore Aerospaziale | 54 |
| CONCLUSIONI | 57 |
| BIBLIOGRAFIA | 59 |
| SITOGRAFIA | 61 |

INTRODUZIONE

L'accesso ai mercati finanziari riveste un ruolo fondamentale per le imprese che intendono espandersi, finanziare progetti ambiziosi e accrescere il proprio valore. Due delle principali opzioni disponibili per raggiungere questi obiettivi sono l'Initial Public Offering (IPO) e le Special Purpose Acquisition Company (SPAC), due modalità di quotazione che hanno guadagnato notevole rilevanza negli ultimi anni. Nel settore aerospaziale, in particolare, la scelta tra queste due opzioni può comportare impatti significativi sulla crescita e sulla sostenibilità delle imprese. Questo lavoro si propone di condurre un'analisi comparativa tra le IPO e le SPAC nel settore aerospaziale, utilizzando il caso di Virgin Galactic come studio di riferimento. L'obiettivo è comprendere le differenze, i vantaggi e gli svantaggi di queste due modalità di quotazione, nonché valutare i rischi e i benefici che comportano per le aziende operanti in un settore altamente specializzato come quello aerospaziale.

Capitolo 1

INITIAL PUBLIC OFFERING:

1.1 Definizione e caratteristiche delle IPO

L'Offerta Pubblica Iniziale, in inglese Initial Public Offering definita con l'acronimo IPO¹, "costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante²), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato". Questo segna una trasformazione della società che passa da una società privata ad una società pubblica considerato che le sue azioni saranno sottoscritte dal pubblico. Poiché un'IPO è rivolta ad investitori generici non specificati può essere definita come una forma di sollecitazione all'investimento.

Si può presentare come Offerta Pubblica di Vendita (OPV) o come Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) oppure possono essere racchiuse entrambi i principi e le caratteristiche nell'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS)³. Tuttavia, entrambi questi approcci hanno connotazioni di IPO poiché entrambi mirano a diventare pubblici.

¹ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica Iniziale (IPO)"

² Strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, che è requisito necessario per la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato

³ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione"

L'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) "è un'offerta proposta da uno o più azionisti di una società che cedono totalmente o parzialmente le azioni possedute con diritto di voto, con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale"⁴.

L'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) "costituisce lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori azioni di nuova emissione nate a seguito di un'operazione di aumento di capitale"⁵.

La decisione di quotarsi in borsa rappresenta una scelta strategica di notevole complessità per un'azienda. Questo processo coinvolge molteplici attori e si sviluppa attraverso diverse fasi. Tuttavia, la vera difficoltà non risiede soltanto nell'iter necessario per raggiungere la quotazione, bensì soprattutto nelle conseguenze che tale scelta comporta. La quotazione in borsa segna un punto di svolta nella vita dell'impresa e può avere implicazioni significative. Da un lato, può portare al successo e alla crescita dell'azienda, ma, dall'altro lato, comporta il rischio di fallimento. Pertanto, richiede approfondite e prolungate riflessioni da parte della società candidata alla quotazione⁶. Infatti, un'Initial Public Offering (IPO) non costituisce soltanto un mezzo alternativo per ottenere finanziamenti, ma implica un notevole cambiamento dimensionale e culturale.

La quotazione in borsa va oltre gli aspetti finanziari: modifica sostanzialmente gli equilibri interni tra proprietà e management e influisce sui rapporti con i vari attori esterni, tra cui clienti, fornitori e l'intero ambiente finanziario. Questo processo

⁴ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Vendita"

⁵ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Sottoscrizione"

⁶ In particolare, il Top Management della società

comporta uno scatto dimensionale e culturale che richiede un'attenta gestione per massimizzare i benefici e mitigare i rischi associati alla quotazione.

1.1.1 CFOs e le motivazioni per quotarsi in borsa: Uno studio empirico

Nel 2006, James C. Brau e Stanley E. Fawcett⁷ condussero una ricerca empirica su 336 CFOs⁸ intervistati, effettuarono un'analisi per determinare se la teoria accademica risultasse distante dalle risposte fornite dagli intervistati. Il sondaggio ha coinvolto CFOs di diverse categorie aziendali durante il periodo tra gennaio 2000 e dicembre 2002; tra CFO di aziende che avevano completato con successo un'IPO, CFO di società che avevano inizialmente presentato un prospetto per la quotazione ma hanno poi ritirato l'offerta e CFO di aziende private abbastanza grandi da diventare pubbliche, ma che hanno scelto di rimanere private e non effettuare l'IPO. Nel campo accademico, sono stati sviluppati numerosi modelli teorici per comprendere le ragioni alla base delle decisioni delle aziende di quotarsi in borsa. Questi modelli sono costruiti sulla base di un'assunzione comune, ovvero che i mercati siano efficienti⁹ e che i manager delle aziende cerchino costantemente di massimizzare il valore dell'azienda. Tra le varie motivazioni che spingono un'azienda a scegliere la quotazione in borsa, due di esse emergono come particolarmente rilevanti.

⁷ James C. Brau e Stanley E. Fawcett, "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications" *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 18 Numero 3 del 2006, pp. 107

⁸ Il direttore finanziario in inglese Chief Financial Officer da cui l'acronimo CFO

⁹ Caratteristica di un mercato secondario in base alla quale il prezzo di un titolo riflette le informazioni disponibili. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Efficienza del Mercato"

In primo luogo, quotarsi in borsa consente all'azienda di ottenere fondi dal mercato azionario, utili per finanziare nuove opportunità di crescita e sviluppo. In questo contesto, l'obiettivo principale è quello di minimizzare il costo medio ponderato del capitale aziendale¹⁰, al fine di massimizzare l'utilizzo delle risorse finanziarie disponibili.

Un secondo motivo, indipendente dalla considerazione dell'efficienza di mercato o della massimizzazione del valore aziendale, è rappresentato dalla possibilità per i soci dell'azienda di monetizzare le proprie partecipazioni. Questa opportunità consente loro di ottenere guadagni presumibilmente al miglior prezzo possibile e, allo stesso tempo, di diversificare i loro investimenti, riducendo il rischio complessivo. Tuttavia, è importante sottolineare che le ragioni alla base della quotazione in borsa possono variare significativamente, e sulla base di diverse varianti di tali motivazioni di base e delle assunzioni soprastanti, sono stati individuati da J. C. Brau e S. E. Fawcett¹¹ dieci diversi possibili incentivi per cui un'azienda potrebbe optare per la quotazione in borsa:

1. **Creare azioni pubbliche per utilizzi futuri nelle acquisizioni:** Quando un'azienda diventa pubblica, può emettere azioni sul mercato pubblico, generando così un flusso di liquidità che può essere utilizzato per finanziare future acquisizioni. Questo permette all'azienda di avere una fonte aggiuntiva

¹⁰ È una misura che riflette la rischiosità dell'intera operatività d'azienda, e quindi dei suoi investimenti complessivi. È pertanto il benchmark rispetto al quale valutare il rendimento sul capitale investito. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Costo Medio Ponderato del Capitale"

¹¹ James C. Brau e Stanley E. Fawcett, "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications" *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 18 Numero 3 del 2006, pp. 108

di finanziamenti per espandersi e crescere attraverso l'acquisizione di altre imprese o attività complementari.

2. **Stabilire un valore di mercato per l'azienda:** La quotazione in borsa fornisce un prezzo di mercato per le azioni della società. Questo prezzo è determinato dalla domanda e dall'offerta sul mercato azionario e riflette la valutazione degli investitori sull'azienda. Questo valore di mercato può essere utilizzato come riferimento per valutazioni future, operazioni di fusione e acquisizione e per attirare investimenti esterni.
3. **Migliorare la reputazione aziendale:** Essere una società quotata in borsa può aumentare la percezione di stabilità e credibilità dell'azienda sia per i consumatori che per gli investitori. La trasparenza richiesta dalle norme di borsa può contribuire a creare una maggiore fiducia nel marchio e migliorare la reputazione complessiva dell'azienda nel mercato.
4. **Ampliare la base azionaria:** Quando un'azienda diventa pubblica, le sue azioni diventano disponibili al pubblico, permettendo a un numero maggiore di investitori di partecipare alla proprietà dell'azienda. Ciò può portare a una base più diversificata di azionisti, inclusi piccoli investitori individuali, fondi comuni di investimento, istituzioni finanziarie e altro ancora.
5. **Consentire ai soci di diversificare le loro partecipazioni personali:** Se i soci dell'azienda detengono una parte significativa del capitale, la quotazione in borsa consente loro di vendere una parte delle loro azioni e diversificare i loro

investimenti. Ciò può aiutare a ridurre il rischio di concentrazione eccessiva della loro ricchezza in un'unica azienda.

6. **Minimizzare il costo del capitale:** Avere azioni pubbliche può ridurre il costo complessivo del capitale dell'azienda. Poiché l'azienda avrà più opzioni di finanziamento, tra cui azioni e obbligazioni, può scegliere la combinazione di capitale che offre il costo più basso, contribuendo a ridurre l'onere finanziario complessivo.
7. **Consentire ai Venture Capitalist (VCs)¹² di uscire dall'investimento:** Per le startup e le aziende in fase di crescita che sono state finanziate dai Venture Capitalist, la quotazione in borsa offre un'opportunità per questi investitori di uscire dal loro investimento. Vendendo le loro azioni sul mercato pubblico, i VC possono ottenere un ritorno sul loro investimento iniziale.
8. **Attrarre l'attenzione degli analisti:** Essere una società pubblica aumenta la visibilità dell'azienda nel mercato finanziario. Gli analisti finanziari e gli esperti del settore inizieranno a seguire l'azienda, pubblicando report e valutazioni che possono attirare l'attenzione degli investitori e potenzialmente influenzare il prezzo delle azioni.

¹² Attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di start up, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Venture Capital"

9. **Esaurimento dei capitali privati:** Quando un'azienda ha esaurito le fonti di finanziamento private, la quotazione in borsa rappresenta una possibilità di accesso a nuovi capitali provenienti dal pubblico. Ciò permette all'azienda di continuare a finanziare i propri piani di crescita, espansione e innovazione.

10. **L'aumento del costo del debito:** Se l'azienda ha raggiunto un livello di debito elevato o se i tassi di interesse sul debito aumentassero, potrebbe essere meno conveniente ricorrere al finanziamento attraverso l'emissione di obbligazioni. In questo contesto, diventare pubblici ed emettere azioni sul mercato potrebbe essere un'alternativa più favorevole per raccogliere capitali.

Per approfondire l'analisi e comprendere meglio l'importanza di ciascuna di queste ragioni, si è condotta un'indagine presso i CFO delle aziende, chiedendo loro di valutare e confrontare i dieci motivi, al fine di ottenere una panoramica più completa delle dinamiche e delle considerazioni legate alla scelta di quotarsi in borsa.

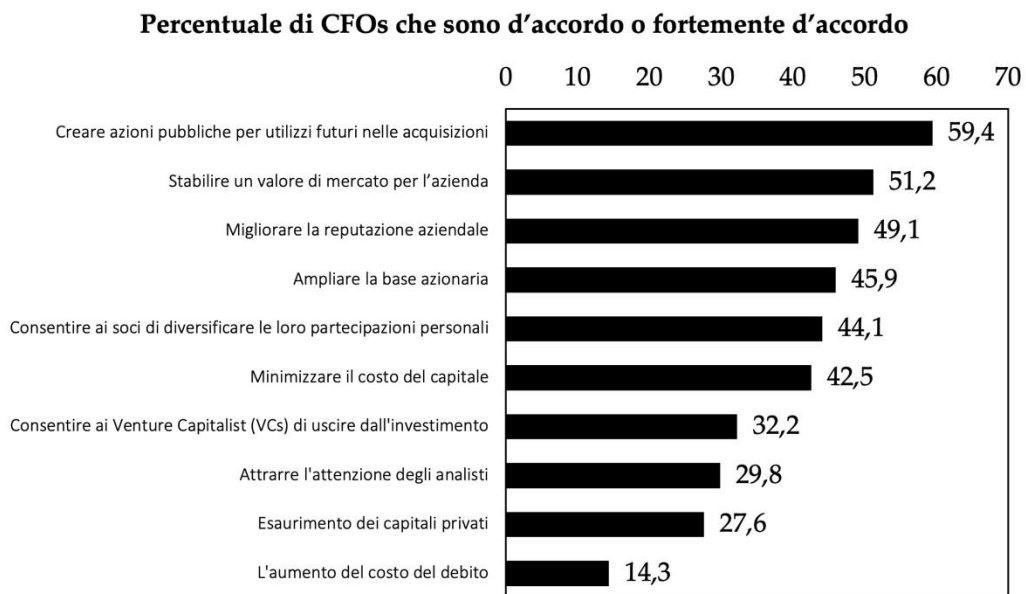


Figura 1.1: Risultati delle indagini sulle motivazioni per diventare una società quotata in borsa.¹³

Le risposte dei CFOs, come riassunto nella Figura 1.1, hanno portato a due risultati sorprendenti. Prima di tutto, i CFO sembrano attribuire una priorità relativamente bassa all'uso di un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) per ridurre il Costo Medio Ponderato del Capitale, poiché questa ragione è stata classificata solo al sesto posto tra i motivi per diventare una società pubblica. Inoltre, le domande correlate riguardanti l'esaurimento del capitale privato dell'azienda (con il 28% di consensi) e l'elevato costo del debito (con il 14% di consensi) hanno ricevuto il minor supporto da parte dei CFO. Inoltre, a sorpresa rispetto alla teoria accademica tradizionale del

¹³ James C. Brau e Stanley E. Fawcett, "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications" Figure 1 "Survey Evidence on the Motivations for Going Public" *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 18 Numero 3 del 2006, pp. 108

"trade-off" sulla struttura ottimale del capitale¹⁴, né il costo del capitale né gli argomenti sulla disponibilità di capitale sono stati considerati esplicitamente come i principali driver della decisione di quotarsi in borsa.

Tuttavia, è interessante notare che il motivo citato dal più alto numero di CFO (quasi il 60%) è la creazione di azioni pubbliche da utilizzare per future acquisizioni. Questa motivazione può essere facilmente interpretata come un modo per raccogliere capitale di equity per finanziare opportunità di crescita. La quotazione in borsa fornisce alle aziende una propria "valuta" (azioni) che può essere utilizzata per acquisire altre società. Un altro motivo che ha ricevuto la maggioranza dei consensi da parte dei CFO è la possibilità di stabilire un prezzo di mercato, che può essere visto come il primo passo per avviare il processo di acquisizione.

1.2 Quotarsi sulla Borsa Italiana

1.2.1 *Requisiti per la Quotazione*

Prima di passare al procedimento di quotazione è importante conoscere i requisiti che deve avere una società per la quotazione, quest'ultimi, sono contenuti all'interno dei Regolamenti elaborati da Borsa Italiana (Regolamento dei Mercati organizzati e

¹⁴ La teoria sostiene che le aziende dovrebbero determinare il mix ottimale di debito e finanziamento azionario che bilancia i benefici e i costi di ciascuna fonte, tenendo conto di fattori come il profilo di rischio dell'azienda, i flussi di cassa futuri attesi e le implicazioni fiscali di ciascuna fonte di finanziamento. Capital.com, "[What is a trade-off model of capital structure?](#)"

gestiti da Borsa italiana S.P.A). Possiamo distinguere due categorie di requisiti; Requisiti delle azioni¹⁵ e Requisiti degli emittenti di azioni¹⁶.

I requisiti delle azioni al fine dell'ammissione alla quotazione sono:

- Capitalizzazione di mercato prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro;
- Sufficiente diffusione, che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite tra il pubblico per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza.

I requisiti degli emittenti di azioni al fine dell'ammissione alla quotazione sono i seguenti: Possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che hanno soddisfatto determinate condizioni:

Pubblicazione e il deposito dei bilanci, inclusi i bilanci consolidati¹⁷ degli ultimi tre esercizi annuali. Inoltre, è richiesto che almeno l'ultimo bilancio sia stato valutato positivamente da un revisore legale o una società di revisione legale¹⁸. È importante notare che l'ammissione alla quotazione sarà negata se la società di revisione ha emesso Le società risultanti da operazioni straordinarie o che abbiano subito, nel corso dell'esercizio precedente a quello di presentazione della domanda o

¹⁵ Borsa Italiana SPA, "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.P.A pdf" Articolo 2.2.1 (Requisiti delle azioni) del 3 ottobre 2022

¹⁶ Borsa Italiana SPA, "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.P.A pdf" Articolo 2.2.2 (Requisiti degli emittenti di azioni) del 3 ottobre 2022

¹⁷ Treccani, "Consolidato, Bilancio di un gruppo di società che consente di dare la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria del gruppo nel suo complesso."

¹⁸ Iscritti nel registro tenuto dal Ministero dell'Economia e delle finanze, ai sensi del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile

successivamente, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale devono produrre:

- Il conto economico e rendiconto finanziario pro-forma¹⁹ relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione domanda di ammissione;
- Lo stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione qualora la costituzione della società o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data;
- Gli ulteriori documenti pro-forma infrannuali.

1.2.2 *Procedimento, Attori e Tempistiche della quotazione*

Dopo aver definito i requisiti per la quotazione in borsa, è fondamentale comprendere il processo dettagliato attraverso il quale un'azienda può effettivamente raggiungere tale obiettivo. Di seguito, esamineremo il processo di quotazione, che comprenderà le fasi chiave e le attività necessarie per ottenere l'ammissione alla quotazione sul mercato. La procedura di ammissione in Borsa come riporta Borsa Italiana "si svolge in un arco temporale che va dai 4 ai 6 mesi all'interno del quale si alternano le fasi di pianificazione, due diligence, redazione del prospetto

¹⁹ Economiaindustriale.com, "bilancio pro-forma, i bilanci pro-forma sono dati finanziari preliminari che mostrano gli effetti delle operazioni proposte come se fossero effettivamente avvenute."

informativo²⁰ e della documentazione obbligatoria per la quotazione, ammissione a quotazione, costituzione del consorzio di collocamento²¹, attività di marketing, roadshow²², bookbuilding²³, collocamento vero e proprio e successiva negoziazione²⁴.

²⁰ Documento che deve essere obbligatoriamente redatto e pubblicato dall'emittente che intende svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Prospetto Informativo"

²¹ Il collocamento è uno dei servizi di investimento previsti nel Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998), che può essere svolto unicamente da intermediari autorizzati. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Collocamento"

²² Processo che prevede la predisposizione di una serie di incontri tra la comunità degli investitori istituzionali e il management di una società che intende realizzare un'operazione di offerta dei propri titoli. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Road Show"

²³ Processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Bookbuilding"

²⁴ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica Iniziale (IPO)"

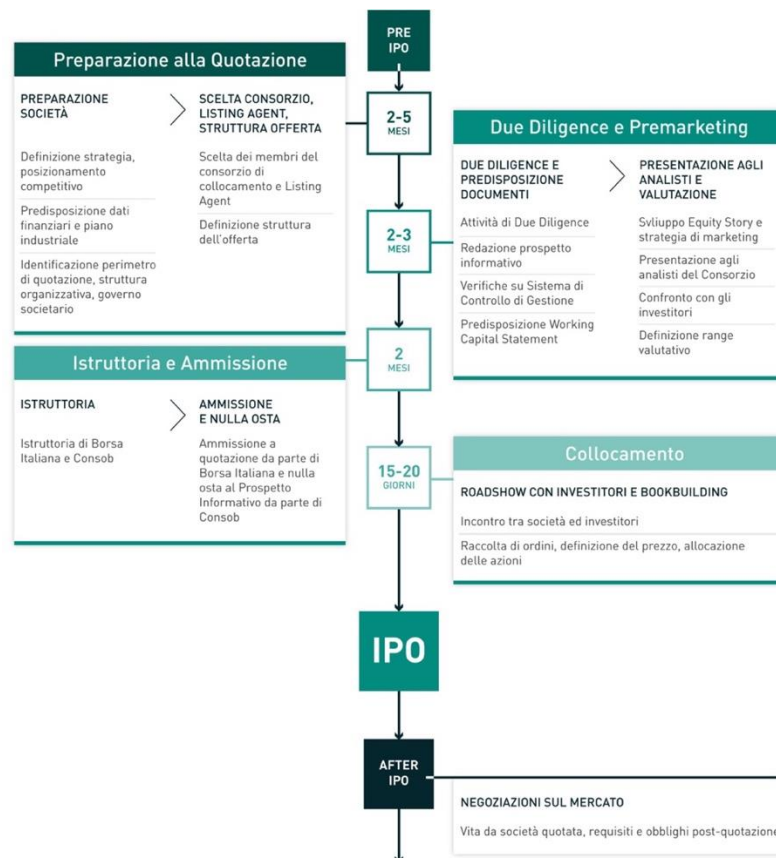


Figura 1.2: Il processo di quotazione sul mercato Euronext Milan²⁵

Il processo di quotazione sul mercato può essere suddiviso in quattro macrofasi:

1. **Preparazione alla Quotazione:** La società dedica da 2 a 5 mesi alla preparazione per la quotazione in Borsa. Si definisce la strategia aziendale e si identifica il posizionamento competitivo. Parallelamente, si struttura l'organizzazione interna e si stabilisce la governance societaria. Inoltre, vengono raccolti e analizzati attentamente i dati finanziari e viene elaborato

²⁵ Borsa Italiana SPA, "Il processo di quotazione"

un piano industriale²⁶ per fornire una visione completa delle prospettive aziendali. In questa fase, la società sceglie anche i membri del consorzio di collocamento (formata dagli underwriters²⁷) e il listing agent, che gestiranno l'offerta pubblica delle azioni.

2. **Due Diligence e Premarketing:** La società procede con attività di due diligence approfondite per fornire ai potenziali investitori una chiara visione delle sue prestazioni e condizioni finanziarie. Viene condotta un'analisi accurata e vengono raccolti tutti i documenti necessari per la quotazione. In particolare, l'emittente e il gruppo di lavoro composto dai consulenti legali, il consulente fiscale, la società di revisione, lo Sponsor²⁸, il Responsabile del Collocamento e il Global Coordinator²⁹ redigono il prospetto informativo, che contiene tutte le informazioni rilevanti riguardanti la società e l'offerta pubblica. Viene inoltre valutato il sistema di controllo di gestione e viene

²⁶ Altresì definito business plan, risulta inoltre essenziale per soddisfare le esigenze di comunicazione finanziaria in vista di un'IPO, in tale caso le società si avvalgono della collaborazione dello Sponsor che ne cura il collocamento sul mercato per redigere il documento. Borsa Italiana SPA, "Cos'è il Piano Industriale?"

²⁷ Intermediario membro di un consorzio di collocamento che si impegna a sottoscrivere i titoli non collocati presso il pubblico. A fronte di tale impegno l'underwriter percepisce una commissione denominata underwriting fee. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Underwriter"

²⁸ Lo sponsor è una banca o impresa di investimento nazionale, comunitaria o extracomunitaria, dotata di comprovata esperienza maturata in operazioni sul mercato primario dei capitali. Allo sponsor spetta il compito di accompagnare una società emittente nell'iter di quotazione e di negoziazione degli strumenti finanziari al fine di garantirne un ordinato svolgimento. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Sponsor"

²⁹ Intermediario che in un'operazione di collocamento assume compiti di coordinamento e di consulenza. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Global Coordinator"

preparato un documento sul Working Capital Statement³⁰, per presentare la situazione finanziaria corrente della società. Questa fase che ha una durata di 2-3 mesi, termina con lo sviluppo dell'equity story³¹ e strategia di marketing.

3. **Istruttoria e Ammissione:** Durante questa fase, la società presenta tutta la documentazione raccolta alle autorità competenti, la Borsa Italiana e la CONSOB. Viene eseguita un'istruttoria approfondita, che dura circa due mesi, per verificare la completezza e la correttezza delle informazioni presentate. Una volta superata l'istruttoria e ottenuta l'approvazione delle autorità, la società riceve l'ammissione a quotazione e la Consob rilascia il nulla osta al prospetto informativo.

4. **Collocamento:** La fase finale coinvolge il collocamento delle azioni e la loro ufficiale quotazione in Borsa. La società si impegna in un roadshow, durante il quale si presenta agli investitori, raccoglie gli ordini di acquisto delle azioni e stabilisce il prezzo delle stesse attraverso il processo di bookbuilding. Questa fase ha una durata dai 15 ai 20 giorni. Dopo aver raccolto gli ordini e definito il prezzo, le azioni vengono allocate agli investitori. Concluse queste attività, le azioni della società vengono ufficialmente introdotte e avviate le

³⁰ Analisi dei flussi del capitale circolante netto: permette di studiare i flussi di capitale circolante netto, ovvero tutte le attività e le passività legate alla gestione corrente o circolante. Meliusform.it, "[Analisi per flussi](#)"

³¹ È una combinazione di tutti i motivi convincenti per cui gli investitori dovrebbero acquistare le sue azioni. Euronext Corporate Services, "[Come Raccontare una Equity Story d'Impatto \(Step-by-Step\)](#)"

negoziazioni in Borsa, rendendole disponibili per l'acquisto e la vendita da parte del pubblico.

1.2.3 Costi e Aspetti Economici della Quotazione

Tra i costi che possiamo associare alla quotazione, possiamo distinguerne tre categorie principali: le spese di underwriting, i costi di consulenza e altre spese. Nella Tabella 1.1, vengono presentati in modo chiaro e dettagliato i principali costi associati a diverse dimensioni di IPO, offrendo una completa panoramica delle spese coinvolte.

| Average costs by proceeds raised | | | | | |
|---|------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|
| Cost Category | \$25m to \$100m | \$100m to \$250m | \$250m to \$500m | \$500m to \$1bn | Greater than \$1bn |
| Accounting | 0.8 | 1.1 | 1.7 | 1.4 | 2.4 |
| Legal | 1.4 | 2.0 | 2.6 | 3.1 | 3.0 |
| Printing | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| Other* | 0.5 | 0.7 | 1.7 | 1.0 | 2.7 |
| Underwriting | 4.3 | 10.3 | 20.5 | 35.6 | 61.4 |
| Total Avg IPO cost | 7.3 | 14.4 | 27.0 | 41.4 | 70.3 |

Tabella 1.1: Categorie di costo per proventi raccolti con l'IPO³²

I costi nella Tabella 1.1 sono stati ricavati dai depositi della SEC per 315 IPO sulle principali borse degli Stati Uniti da gennaio 2015 a settembre 2017.

³² PwC Deals USA, "Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public" novembre 2017.

L'underwriting fee³³ è una commissione (circa il 4-7% dell'intera operazione) che viene pagata ai membri del consorzio (underwriters) per il loro impegno a sostenere il rischio di acquistare, se necessario, i titoli che non vengono venduti durante il periodo di offerta. L'importo della commissione dipende dalla complessità del collocamento e dal livello di rischio associato al titolo. In sostanza, questa commissione rappresenta una forma di compensazione per i membri del consorzio che si assumono un certo grado di responsabilità nell'assicurare il successo dell'emissione dei titoli. Nell'ambito di un'operazione di collocamento, le altre principali banche d'investimento assumono il ruolo di bookrunner³⁴. Questi intermediari sono responsabili del processo di bookbuilding, il quale consiste nel raccogliere e centralizzare gli ordini di acquisto proposti dagli investitori istituzionali per i titoli offerti. L'attività svolta dai bookrunners è cruciale poiché consente di stimare e valutare l'azienda al fine di determinare il prezzo di collocamento. Il sindacato coinvolto nell'operazione comprende, oltre al lead manager³⁵ e ai bookrunners, altre istituzioni finanziarie che vengono comunemente chiamate co-lead managers³⁶. Questi co-lead managers assumono un ruolo chiave nelle operazioni di emissione particolarmente complesse, fornendo funzioni direttive e di

³³ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Underwriting Fee"

³⁴ Intermediario che si occupa del processo di bookbuilding in un'operazione di collocamento. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Bookrunner"

³⁵ Il lead manager è la banca che, in un'operazione di collocamento di strumenti finanziari, si assume il compito di formare il consorzio di collocamento invitando diversi intermediari a partecipare all'operazione sulla base di un patto consortile, ossia un contratto in cui sono specificati gli impegni di garanzia e le condizioni economiche della partecipazione al consorzio. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Lead Manager"

³⁶ Intermediario che partecipa al gruppo di direzione di un consorzio di collocamento. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Co-Lead Manager"

coordinamento. La percentuale percepita dagli underwriters diminuisce all'aumentare del deal (come possiamo notare nella Tabella 1.2).

| Average costs by deal value range | Min (\$'000) | Max (\$'000) | Avg (\$'000) | Weighted avg, % of gross proceeds |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|--|
| \$25m to \$100m | 1,750 | 6,860 | 4,324 | 6.9% |
| \$100m to \$250m | 7,000 | 16,737 | 10,346 | 6.7% |
| \$250m to \$500m | 15,079 | 27,600 | 20,454 | 5.8% |
| \$500m to \$1bn | 24,106 | 46,200 | 35,624 | 5.4% |
| Greater than \$1bn | 45,711 | 85,000 | 61,441 | 3.8% |
| Cost Avg | 1,750 | 85,000 | 12,071 | 5.6% |

Tabella 1.2: "Costi destinati agli underwriters per proventi raccolti con l'IPO"³⁷

Passiamo adesso alle spese di consulenza, all'interno di essi troviamo la consulenza contabile e legale. Il principale compito dei professionisti contabili coinvolti nel processo di quotazione di un'azienda è garantire la correttezza e la conformità legale dei bilanci del futuro emittente. Essi agiscono in rappresentanza della società di revisione con cui collaborano. Oltre a questa importante responsabilità, essi svolgono funzioni accessorie come fornire consulenza in materia contabile e fiscale, elaborando piani finanziari per strutturare la gestione dell'azienda dopo l'IPO. Va sottolineato che i costi legati alla sfera contabile aumentano considerevolmente all'aumentare delle dimensioni dell'azienda. Questo è dovuto al

³⁷ PwC Deals USA, "Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public" novembre 2017.

fatto che maggiore è la grandezza dell'impresa, maggiore è la complessità nel processo preparatorio alla quotazione, maggiori sono gli sforzi richiesti dai professionisti per assicurare una procedura corretta ed efficace. I consulenti legali, d'altra parte, si dedicano a garantire che l'azienda sia completamente conforme alle rigide regolamentazioni del mercato e alle leggi statali che governano l'intera operatività. Inoltre, essi forniscono una vasta gamma di servizi aggiuntivi, mirati principalmente a ottimizzare l'organizzazione giuridica dell'azienda in modo che possa essere paragonata a una società quotata. Questi servizi includono una revisione approfondita dei contratti esistenti, la ristrutturazione dell'atto costitutivo e la riorganizzazione della struttura del capitale. Le spese di consulenza rappresentano una voce significativa, seppur nettamente inferiore rispetto alle spese sostenute per retribuire gli underwriters. Nonostante ciò, le commissioni relative alle consulenze legali si trovano al secondo posto, seguiti, al terzo posto, dalle spese relative alla contabilità. Maggiori dettagli e dati specifici possono essere trovati nella Tabella 1.3 e nella Tabella 1.4.

| Average costs by deal value range | Min (\$'000) | Max (\$'000) | Avg (\$'000) |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| \$25m to \$100m | 20 | 2,800 | 814 |
| \$100m to \$250m | 50 | 3,519 | 1,118 |
| \$250m to \$500m | 230 | 6,250 | 1,743 |
| \$500m to \$1bn | 400 | 3,500 | 1,381 |
| Greater than \$1bn | 400 | 6,882 | 2,382 |
| Cost Avg | 20 | 6,882 | 1,118 |

Tabella 1.3: “Costi destinati alla consulenza contabile per proventi raccolti con l’IPO”³⁸

| Average costs by deal value range | Min (\$'000) | Max (\$'000) | Avg (\$'000) |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| \$25m to \$100m | 175 | 3,541 | 1,444 |
| \$100m to \$250m | 140 | 9,000 | 1,953 |
| \$250m to \$500m | 412 | 5,640 | 2,644 |
| \$500m to \$1bn | 1,800 | 5,000 | 3,097 |
| Greater than \$1bn | 1,800 | 5,000 | 3,032 |
| Cost Avg | 140 | 9,000 | 1,911 |

Tabella 1.4: “Costi destinati alla consulenza legale per proventi raccolti con l’IPO”³⁹

Tra le varie spese che una società deve affrontare per quotarsi in borsa, è essenziale prendere in considerazione i costi di stampa, che sebbene siano una voce di spesa minore, rivestono una notevole importanza. Questi costi comprendono l’archiviazione presso la SEC, la gestione dei documenti e le spese di distribuzione, il cui peso economico risulta significativo poiché garantiscono la riservatezza dei dettagli delle transazioni durante tutto il processo di stampa.

Tra i costi associati al processo di registrazione di una società e alla realizzazione di un’IPO ci sono diversi elementi da considerare, questi costi possono variare a

³⁸ PwC Deals USA, “Considering an IPO to fuel your company’s future? Insight into the costs of going public and being public” novembre 2017.

³⁹ PwC Deals USA, “Considering an IPO to fuel your company’s future? Insight into the costs of going public and being public” novembre 2017.

seconda del paese in cui la società viene registrata e quotata. Alcuni dei principali costi includono:

1. **Commissioni all'organo nazionale:** Ogni paese ha il suo organo di regolamentazione che si occupa della registrazione delle società e della supervisione del mercato finanziario. Questo organo (come la SEC negli USA o la CONSOB in Italia) può addebitare commissioni per il processo di registrazione.
2. **Commissioni di quotazione borsistica:** Se l'azienda intende quotarsi su una borsa valori, ci saranno costi associati alla quotazione, come le commissioni di quotazione borsistica.
3. **Commissioni per registrazioni particolari:** In alcuni casi, possono essere richieste registrazioni particolari o autorizzazioni speciali da parte di determinati Stati o organismi, e ciò potrebbe comportare ulteriori costi.
4. **Blue Sky fees:** Negli Stati Uniti, le Blue Sky fees sono commissioni richieste da alcuni stati per la registrazione delle azioni della società, al fine di proteggere gli investitori da possibili frodi.
5. **Spese di trasferta del management:** Durante il processo di IPO, il management potrebbe dover affrontare viaggi e spese per promuovere l'IPO e il roadshow, durante il quale incontreranno potenziali investitori.
6. **Spese di marketing e promozione:** Ci possono essere costi associati alla promozione dell'IPO ai media e agli investitori potenziali.
7. **Commissioni del Transfer Agent:** I Transfer Agent sono soggetti responsabili di tracciare e monitorare gli individui e le entità che detengono le azioni della società. Potrebbero esserci commissioni associate ai loro servizi.

8. **Altri rimborsi vari:** Potrebbero esserci altri costi e rimborsi associati a consulenze legali, servizi professionali, sforzi di compliance e altro ancora.

1.3 Il fenomeno dell'Underpricing

Nel contesto dell'Initial Public Offering, l'Underpricing⁴⁰ si verifica quando il prezzo di collocamento⁴¹ è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione. Quando un nuovo titolo chiude il suo primo giorno di negoziazione al di sopra del prezzo IPO stabilito, il titolo è considerato "underpriced". La formula in percentuale dell'Underpricing è la seguente:

$$\text{Underpricing (\%)} = \left[\frac{(\text{PM} - \text{PO})}{\text{PO}} \right] * 100$$

Dove:

- PM è il prezzo di mercato dell'azione alla fine della prima giornata di negoziazione
- PO è il prezzo di offerta dell'azione (o Prezzo di collocamento).

1.3.1 Cause dell'Underpricing

Tra le teorie esaminate⁴², due si fondano sul concetto di asimmetria informativa, ovvero sulla discrepanza di informazioni tra chi emette e gli investitori.

⁴⁰ Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Underpricing"

⁴¹ Il prezzo di collocamento è il prezzo stabilito dall'emittente per la vendita del titolo sul mercato primario. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Prezzo di Collocamento"

⁴² IPOhub.org. "IPO Underpricing Causes"

La prima di queste teorie è la teoria dell'asimmetria informativa. Essa ipotizza una maggioranza di investitori non informati rispetto a quelli informati. Gli investitori con conoscenze approfondite operano offerte solo quando sono sicuri dei ritorni, mentre quelli privi di informazioni fanno offerte casuali, spesso subendo perdite. A causa di queste perdite persistenti, gli investitori senza informazioni smettono di partecipare. Tuttavia, poiché il successo dei sottoscrittori dipende da richieste più elevate, è essenziale che gli investitori non informati continuino a partecipare. L'underpricing in questo contesto rappresenta una strategia per minimizzare le perdite degli investitori senza informazioni e mantenerli coinvolti nell'offerta. Si è notato che l'entità dell'underpricing tende a essere minore quando le informazioni sulla società emittente sono più facilmente accessibili.

La seconda teoria, denominata teoria della rivelazione delle informazioni, postula che l'underpricing sia un modo per compensare i potenziali acquirenti per aver divulgato con precisione il prezzo che sono disposti a pagare. Questo concetto si basa sul processo di book-building utilizzato dai sottoscrittori. Man mano che i sottoscrittori raccolgono offerte da vari potenziali acquirenti acquisiscono informazioni sul prezzo che il mercato è disposto ad accettare. Per incentivare i potenziali acquirenti a comunicare in modo accurato il prezzo al quale valutano la società emittente, i sottoscrittori assegnano un minor numero di azioni alle offerte con prezzi bassi e concedono sconti sugli azionari ai migliori offerenti. Questo meccanismo di sconto contribuisce ulteriormente all'underpricing.

Un'altra teoria è quella del conflitto di agenzia: Un conflitto di agenzia si verifica quando una parte è incaricata di agire nell'interesse migliore della seconda parte, ma sorgono conflitti di interesse. Nel caso delle IPO, una teoria sostiene che

L'underpricing sia costoso per l'azienda emittente, ma benefici per i sottoscrittori e potenziali investitori. L'underpricing crea una maggiore domanda, che si traduce in un maggior numero di azioni vendute e quindi in commissioni più elevate per la banca sottoscrittrice, ci si aspetta che i sottoscrittori agiscano nell'interesse migliore dell'azienda emittente, ma questo conflitto di interesse li spinge a sottoprezzare per ottenere vantaggi. Si è scoperto che commissioni più alte per le IPO riducono questa motivazione all'underpricing, se una banca sottoscrittrice guadagna la reputazione di fissare prezzi errati alle aziende, perde opportunità per future IPO.

Un'altra teoria⁴³ in merito al conflitto di agenzia è la teoria del conflitto manageriale. In questo caso, la direzione delle aziende emittenti desidera assicurarsi la possibilità di vendere le proprie azioni a un prezzo più elevato dopo il periodo di blocco contrattuale (Clausola di Lock Up⁴⁴). Poiché la direzione dell'azienda emittente ha un ampio controllo sul prezzo delle IPO, ciò può motivare l'underpricing. Il team di gestione potrebbe anche sottoprezzare per attirare più investitori, creando diversità tra gli azionisti. Questo riduce le possibilità di avere azionisti dominanti che potrebbero decidere di sostituire l'attuale management dell'azienda.

Un'altra teoria sull'underpricing delle azioni è che possa essere un'astuta strategia per ottenere visibilità gratuita. Storicamente, l'abbassamento significativo del prezzo

⁴³ eFinanceManagement.com "[IPO Underpricing - Meaning, Formula, Reasons And More](#)"

⁴⁴ Clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere determinate azioni sul capitale della società stessa nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica. Rappresenta una tutela nei confronti dei sottoscrittori poiché impedisce che l'immissione di ulteriori titoli sul mercato possa creare una situazione di eccesso di offerta con possibili ripercussioni negative sull'andamento del titolo. Borsa Italiana SPA, "[Glossario Finanziario - Clausola di Lock Up](#)"

delle azioni ha attirato l'attenzione sui titoli, finendo in prima pagina. Come nel caso di LinkedIn⁴⁵, il suo valore è salito di oltre l'84% nel primo giorno di negoziazione. Questo significativo underpricing ha comportato una considerevole perdita per l'azienda (poiché avrebbe potuto vendere le azioni a un prezzo più alto), ma ha allo stesso tempo attirato l'attenzione dei media internazionali, regalando al loro sito web un'opportunità di visibilità dal valore potenziale di decine di milioni di dollari. È importante notare che LinkedIn ha messo in vendita meno del 10% della propria azienda a questo prezzo scontato durante l'offerta pubblica iniziale. Alla fine, l'azienda ha guadagnato molto di più di quanto ha perso grazie a questa strategia.

L'ultima teoria⁴⁶ sulle motivazioni alla base dell'underpricing è quella sulla protezione da cause legali: Gli investment banker hanno un ulteriore incentivo a sottoprezzare le IPO, le regolamentazioni legate alle emissioni di titoli in molti paesi rendono gli investment banker responsabili per qualsiasi tipo di disinformazione e le perdite finanziarie derivanti dalla stessa. Pertanto, se in tribunale venisse dimostrato che agli investitori è stata venduta un'emissione sovrapprezzo, gli investment banker potrebbero affrontare una grande responsabilità. Per contrastare questo rischio, gli investment banker assumono implicitamente che i direttori dell'azienda venditrice non forniscono loro informazioni corrette al 100%. Di conseguenza, abbassano deliberatamente la valutazione, mantenendo una differenza per sé stessi e sottoprezzano le azioni. Questo avviene in modo tale che, anche nel caso in cui emergano informazioni sfavorevoli in seguito alla quotazione, gli investment banker

⁴⁵ techcrunch.com "[LinkedIn IPO Shares Pop 84 Percent On First Trade, Opens With \\$7.8B Market Cap](#)"

⁴⁶ managementstudyguide.com, "[Investment Banking Issues: Why Do IPOs Get Underpriced?](#)"

siano comunque in grado di argomentare che, considerando le nuove informazioni, l'emissione non è stata valutata troppo alta e quindi non dovrebbero essere ritenuti responsabili per eventuali danni agli azionisti.

Capitolo 2

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY

2.1 Concetto e funzionamento delle SPAC

Un Reverse Merger⁴⁷ è una fusione in cui una società privata può diventare pubblica attraverso la fusione con una società già pubblica, spesso inattiva o una “corporate shell” (struttura societaria vuota). Una “shell company” è una società che è stata quotata in passato ma che non svolge più attività commerciali e ha pochi, se non nessun, asset fisici, con la maggior parte degli asset costituiti da contanti o equivalenti di contanti. La società combinata potrebbe quindi scegliere di emettere titoli e potrebbe evitare di sostenere tutti i costi e le verifiche normalmente associati a un’offerta pubblica iniziale (IPO).

Le Special Purpose Acquisition Company (SPAC⁴⁸), sono veicoli societari, che raccolgono capitali in un’Offerta Pubblica Iniziale (IPO⁴⁹) al fine di utilizzare questi capitali per acquisire e/o fondersi (“Business Combination”) con una società privata (“target”), la quale, all’esito dell’operazione di Business Combination, diventerà una

⁴⁷ Patrick A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, 7^a edizione, dicembre 2017. pp. 34-36

⁴⁸ Giappichelli, Rivista di Diritto Societario “Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)”

⁴⁹ Si tratta di un tipo molto diverso di IPO poiché la maggior parte delle IPO genera capitali per far crescere un’azienda e creare liquidità per le azioni detenute.

società quotata. A seguito della Business Combination, la società target si troverà indirettamente quotata in Borsa e, per l'effetto, i soci della SPAC diverranno soci della società quotata. Le SPAC sono talvolta anche chiamate aziende "blank-check" (ovvero "assegno in bianco"). Vi furono alcuni tentativi di quotazione tramite SPAC negli anni '90, ma non ottennero un grande successo, la persona considerata come il creatore delle SPAC è David Nussbaum, fondatore di una banca d'investimento chiamata EarlyBirdCapital. Nel 2003 presentò un modulo S-1⁵⁰ per acquisire Millstream Acquisition Corporation. Questa azienda raccolse oltre 20 milioni di dollari per acquisire NationsHealth nel 2004.

Nel 2008, NASDAQ e il New York Stock Exchange hanno cominciato a quotare le SPAC, il che ha dato un grande impulso alla loro popolarità; infatti, erano particolarmente popolari tra il 2006 e il 2007, in termini di capitali raccolti, l'attività è migliorata negli anni 2015-2017 per arrivare ai livelli massimi nel 2020-2021. Per acquisire una prospettiva migliore, fare riferimento alla tabella sottostante 2.1.

| Anno | Numero di IPOs SPAC | Dimensione media dell'IPO (in milioni di dollari) | Proventi lordi (in milioni di dollari) |
|------|---------------------|---|--|
| 2023 | 22 | 126,5 | 2.782 |
| 2022 | 86 | 156,2 | 13.431 |
| 2021 | 613 | 265,1 | 162.503 |
| 2020 | 248 | 336,2 | 83.386 |
| 2019 | 59 | 230,5 | 13.600 |
| 2018 | 46 | 233,7 | 10.750 |

⁵⁰ Il modulo SEC S-1 è il modulo di registrazione iniziale per i nuovi titoli richiesto dalla SEC per le società pubbliche con sede negli Stati Uniti. Qualsiasi titolo che soddisfi i criteri deve avere un deposito S-1 prima che le azioni possano essere quotate su una borsa nazionale. Investopedia, "[SEC Form S-1: What It Is, How to File It or Amend It](#)"

| | | | |
|------|----|-------|--------|
| 2017 | 34 | 295,5 | 10.048 |
| 2016 | 13 | 269,2 | 3.499 |
| 2015 | 20 | 195,1 | 3.902 |
| 2014 | 12 | 145,8 | 1.750 |
| 2013 | 10 | 144,7 | 1.447 |
| 2012 | 9 | 54,5 | 490 |
| 2011 | 16 | 69,4 | 1.110 |
| 2010 | 7 | 71,8 | 503 |
| 2009 | 1 | 36,0 | 36 |
| 2008 | 17 | 226,0 | 3.842 |
| 2007 | 66 | 183,2 | 12.094 |
| 2006 | 37 | 91,5 | 3.384 |
| 2005 | 28 | 75,5 | 2.113 |
| 2004 | 12 | 40,4 | 485 |
| 2003 | 1 | 24,2 | 24 |

Tabella 2.1: Riepilogo dei fondi raccolti⁵¹

Nel marzo 2017⁵², il New York Stock Exchange (NYSE) ha aggiornato le sue regole che disciplinano le SPAC per essere più competitivo con il NASDAQ, che era il leader di tali quotazioni. Fino ai cambiamenti nelle regole NYSE per le SPAC, il NYSE non aveva quotato nessuna SPAC da circa un decennio. Le nuove regole del NYSE includevano il requisito sopra citato di collocare il 90% dei fondi raccolti in un conto fiduciario, oltre a rilassare le regole di governance aziendale sull'approvazione di un'acquisizione e a ridurre la dimensione minima di quotazione di uno SPAC da 200 milioni di dollari a 80 milioni di dollari. Più tardi nel 2017, il NASDAQ ha anch'esso rilassato le sue regole nel tentativo di mantenere il vantaggio competitivo nelle

⁵¹ SpacData.com, "Summary of Funds Raised"

⁵² Patrick A. Gaughan, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", 7^a edizione, dicembre 2017. pp. 36-39

quotazioni di SPAC rispetto al NYSE. Ad esempio, mentre il requisito del NYSE per il numero minimo di azionisti "round lot"⁵³ è sceso da 400 a 300, il NASDAQ ha abbassato il suo minimo da 300 a 150.

2.2 Processo di creazione della SPAC

La Special Purpose Acquisition Company (SPAC)⁵⁴ raccoglie fondi tramite un'IPO tradizionale, molto simile a quella di una società operativa. Una volta ottenuti i finanziamenti, la SPAC avvia la sua ricerca di opportunità di acquisizione. Quando individua l'azienda target, comunica l'accordo al mercato e presenta una dichiarazione sostitutiva alla SEC per richiedere un voto degli azionisti. Se l'azienda target ha un costo superiore del capitale inizialmente raccolto durante l'IPO della SPAC, gli sponsor⁵⁵ possono scegliere di finanziarsi tramite il "Private investment in public equity" (PIPE)⁵⁶, un "investimento privato in azioni pubbliche" si riferisce a un collocamento privato di azioni di una società già quotata in borsa presso un gruppo selezionato di investitori accreditati. I PIPE sono visti come un vantaggio per le aziende perché possono raccogliere rapidamente grandi quantità di denaro. Al fine di attirare gli investitori PIPE, gli sponsor SPAC condivideranno con loro informazioni rilevanti e non pubbliche riguardanti l'obiettivo specifico che stanno cercando di acquisire. Per gli investitori PIPE, il vantaggio è che possono acquistare un gran numero di azioni al prezzo IPO della SPAC o, nella maggior parte dei casi, con un leggero sconto rispetto al prezzo IPO. Come altre IPO, ciò richiede la presentazione di un modulo S-1. In questo modulo, gli sponsor possono fornire

⁵³ Un round lot (o lotto rotondo) è una normale unità di negoziazione di un titolo, che di solito è pari a cento azioni negli Stati Uniti. Ogni borsa valori ha le proprie norme relative alle dimensioni dei lotti rotondi: possono variare da 1 a 100 azioni, a seconda della borsa. Qualsiasi quantità inferiore a questa unità normale viene definita "odd lot" (o lotto dispari). Wikipedia, "[Round lot](#)"

⁵⁴ Robert Berger, "[SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets.](#)" *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 20 Numero 3 del settembre 2008, pp. 68-75

⁵⁵ Un gruppo di promotori che costituiscono la società veicolo.

⁵⁶ Caplinked.com, "[Understanding How SPACs Utilize PIPE Deals](#)"

informazioni sulla natura degli obiettivi di acquisizione che cercheranno. Queste informazioni possono specificare un settore o un paese di destinazione. Dopo aver ottenuto l'approvazione degli azionisti (50% più uno dei soci rappresentanti il capitale della SPAC⁵⁷), la SPAC completa la transazione, consentendo all'azienda bersaglio di unirsi alla SPAC e diventare una società quotata in borsa andando a cambiare la struttura interna della società ed il nome dell'azione quotata in precedenza. Gli investitori partecipano al finanziamento della SPAC acquistando unità, solitamente composte da azioni ordinarie e opzioni warrant⁵⁸. Il costo tipico di un'unità è di \$10, mentre l'opzione warrant ha uno "strike price" tipico di \$11.50 o superiore. Ciascuna azione ordinaria conferisce diritto di voto, mentre l'opzione warrant no. Le opzioni warrant diventano inutili se la SPAC non riuscisse a concludere un'acquisizione. Gli investitori premiano gli sponsor della SPAC con il 20% del capitale raccolto durante l'IPO (noto come "promote" degli sponsor) già incluso nel prezzo nominale. Tuttavia, va sottolineato che questa situazione non rappresenta un "free ride" per gli sponsor, in quanto se la SPAC non riuscirà a completare un'acquisizione, sia le opzioni warrant precedentemente menzionate che il "promote" per gli sponsor subiranno una perdita di valore. Inoltre, a differenza di un fondo di private equity, gli sponsor della SPAC non possono ricevere stipendi e non percepiscono una tassa di gestione sui fondi raccolti.

Sebbene le strutture delle SPAC possano variare leggermente da un accordo all'altro, tutte includono le seguenti caratteristiche⁵⁹ di governance al fine di proteggere gli investitori:

⁵⁷ Fiscomania.com, "Cosa è una SPAC: come opera, vantaggi e rischi"

⁵⁸ Viene definito warrant lo strumento finanziario che conferisce al possessore il diritto (non l'obbligo) di acquistare (warrant call), sottoscrivere o vendere (warrant put) una determinata quantità di titoli (sottostante) a un prezzo predefinito (strike-price) ed entro una scadenza stabilita, solitamente superiore all'anno, secondo un determinato rapporto (rapporto di esercizio). Il warrant può essere regolarmente quotato in Borsa. Borsa Italiana SPA, "I Warrant"

⁵⁹ Robert Berger, "SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets." *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 20 Numero 3 del settembre 2008, pp. 68-75

- **Custodia dei proventi IPO:** I proventi netti derivanti dall'IPO vengono depositati in un trust, di solito, le SPAC regolamentate dai requisiti di quotazione del New York Stock Exchange o del NASDAQ, il 98-100% dei fondi raccolti nell'IPO viene collocato in un conto fiduciario indipendentemente supervisionato, che guadagna un tasso di rendimento come il tasso dei Treasury bill⁶⁰, mentre l'azienda cerca di investire i soldi in acquisizioni. La percentuale che finisce nel conto è influenzata da fattori come le commissioni di sottoscrizione, il resto dei soldi può essere utilizzato per le spese. Gli sponsor della SPAC non possono accedere a tali fondi fintanto che gli azionisti non approvano la fusione. In caso di mancata fusione, il trust viene liquidato e i fondi vengono restituiti agli azionisti pubblici. Poiché il trust genera interessi nel tempo, gli azionisti hanno buone probabilità di recuperare integralmente o persino superare il loro investimento iniziale se la SPAC non riesce a chiudere una fusione.
- **Investimento "a rischio" degli sponsor:** Gli sponsor acquistano i warrant in un collocamento privato poco prima dell'IPO e destinano i proventi al trust. Se il trust viene liquidato, i proventi derivanti dai warrant vengono distribuiti agli azionisti pubblici, mentre gli sponsor perdono il loro investimento. Questo investimento "a rischio", che normalmente corrisponde a circa il 3% dei proventi raccolti nell'IPO, allinea gli interessi degli sponsor della SPAC con quelli degli investitori.

⁶⁰ I Treasury bill (o T-bill) sono titoli del debito pubblico statunitense di breve termine. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - T-Bill"

- **Approvazione degli azionisti:** La società-veicolo deve sottoporre il suo candidato all'acquisizione, attraverso un voto degli azionisti. Inoltre, è tenuta a fornire agli investitori una dichiarazione di sostituzione contenente una dettagliata divulgazione riguardo l'obiettivo di acquisizione. Se una percentuale prefissata di azionisti (solitamente 30-40%) votano "no" ed esercitano i loro diritti di conversione⁶¹, la transazione non può concludersi.
- **Diritti di Conversione:** Gli azionisti ordinari che votano "no" hanno il diritto di convertire le loro azioni in una quota proporzionale ai proventi depositati nel trust.
- **Durata limitata:** La maggior parte delle SPAC ha una durata massima di due anni, se non riceve l'approvazione per un'acquisizione entro tale periodo, la SPAC liquida il trust per conto degli azionisti pubblici, la società può però effettuare una proroga con il consenso degli azionisti.
- **Consiglio indipendente:** Solitamente, le SPAC costituiscono un consiglio di amministrazione composto principalmente da membri indipendenti, il comitato di revisione è composto esclusivamente da direttori indipendenti,

⁶¹ Diritto di convertire uno strumento finanziario in un altro. Può essere riconosciuto sia al portatore dello strumento finanziario sia, più raramente, all'emittente. Il diritto di conversione è una facoltà prevista nel regolamento di emissione di uno strumento finanziario o assegnata successivamente (ad esempio in caso di particolari operazioni societarie). Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Diritti di Conversione"

non viene pagato nessun compenso ai direttori, sebbene la maggior parte di loro riceva una parte della “promote” degli sponsor.

- **Liquidità per gli azionisti pubblici:** Le SPAC sono in qualche modo simili agli investimenti in private equity, come riporta Stefan M. Lewellen⁶² che li definisce come fondi di private equity a “colpo singolo”, rappresentano la miglior alternativa per le transazioni di private equity nei mercati finanziari globali; dato che di solito, gli investimenti in private equity sono disponibili solo per gli investitori istituzionali. Gli investitori più piccoli, quindi, possono godere di alcune delle stesse caratteristiche investendo nelle SPAC. A differenza dei fondi di private equity, gli azionisti pubblici possono negoziare liberamente le loro azioni e warrant sui mercati finanziari.
- **Clausola di lock-up degli sponsor:** I titoli di partecipazione degli sponsor della SPAC sono soggetti a un blocco (simile alla clausola di lock-up) che dura solitamente sei mesi o un anno dopo la chiusura dell’acquisizione. Anche i warrant degli sponsor possono essere soggetti a un blocco, ma di solito è di durata inferiore rispetto a quello delle azioni del “promote”. Per gli investitori, le SPAC rappresentano un investimento attraente con un rischio limitato, se presente, e un potenziale di guadagno illimitato, dalla fase IPO fino alla conclusione di una fusione. La maggior parte degli

⁶² Stefan M. Lewellen, “SPACs as an Asset Class” Yale University working paper, marzo 2009, pp. 28-29

investitori nelle SPAC sono fondi hedge che richiedono liquidità per tutti i loro investimenti; quindi, non potendo partecipare a fondi di private equity come partner limitati. Attraverso l'investimento nelle SPAC, possono costruire un portafoglio su misura con esposizione simile a quella del private equity, beneficiando però della liquidità e del diritto di voto sulla proposta di acquisizione. Gli investitori hanno la flessibilità di scambiare le unità o suddividerle nei loro componenti, consentendo loro di creare profili di investimento diversificati in base alla loro tolleranza al rischio. Alcuni investitori preferiscono detenere azioni ordinarie, protette dal trust, mentre altri optano per un portafoglio diversificato di warrant, scommettendo sul potenziale di crescita dei vincitori che supera le eventuali perdite.

2.3 Differenze chiave tra IPO e SPAC

Esaminando le due alternative che le società possono considerare per la quotazione in borsa, emergono varie distinzioni fondamentali. In una IPO tradizionale una società privata emette nuove azioni e le mette a disposizione degli investitori di mercati pubblici attraverso la collaborazione con un sottoscrittore. Dall'altra parte, la SPAC implica che una società privata si unisca a una società veicolo già quotata in borsa, sfruttando questa esistente presenza in borsa per il proprio ingresso nel mercato azionario.

Procediamo con l'analizzare le emergenti disuguaglianze⁶³ che possiedono i due metodi di quotazione.

Una prima differenza emerge analizzando i costi per la quotazione di un'IPO di una SPAC sono generalmente inferiori rispetto ad un'IPO tradizionale. Come precedentemente evidenziato nel sotto-paragrafo 1.2.3 Underwriter fee per un'Offerta Pubblica Iniziale tradizionale è una commissione che varia in base alla dimensione dell'IPO e va dal 4% al 7%, gli sponsor della SPAC in genere pagano un'Underwriter fee del 2%⁶⁴ al momento dell'IPO e successivamente solo dopo la Business Combination un'ulteriore commissione del 3,5% (in genere pagata dalla società target). Così la commissione totale per la quotazione della SPAC risulta essere del 5,5% sul totale dell'operazione. Di conseguenza, il costo di quotazione tramite SPAC risulta essere notevolmente minore rispetto a quello di un'IPO tradizionale.

Come abbiamo precedentemente osservato nel sotto-paragrafo 1.2.2, le tempistiche per una quotazione tramite IPO possono richiedere diversi anni, in particolare se consideriamo anche il periodo di preparazione dell'azienda per la quotazione, oltre al periodo di ammissione in borsa. Dall'altra parte, le tempistiche per una quotazione tramite SPAC possono variare da 18 a 24 mesi, il tempo necessario agli sponsor per identificare e completare la fusione con la società target. Il processo di fusione tra la società veicolo e la società bersaglio può essere completato in soli tre

⁶³ IG, "SPACs vs IPOs: what are the differences?"

⁶⁴ Gigcapitalglobal.com, "The Special Purpose Acquisition Company (SPAC) or Private to Public Equity (PPE)TM Initiative"

o quattro mesi⁶⁵. Pertanto, si può notare come il periodo necessario per la quotazione sia notevolmente più breve dal punto di vista dell'azienda che desidera quotarsi.

Nel contesto di una fusione tramite una SPAC, la valutazione⁶⁶ della società target costituisce un elemento fondamentale della procedura. A differenza di un'IPO tradizionale, in cui il prezzo delle azioni è spesso soggetto alle oscillazioni del mercato, soprattutto durante il primo giorno di quotazione (come abbiamo visto nel paragrafo 1.3 con il fenomeno dell'Underpricing), nelle fusioni SPAC, la società bersaglio ha la possibilità di negoziare direttamente la sua valutazione con i finanziatori. Questo implica che la valutazione viene stabilita in anticipo e non è suscettibile alle fluttuazioni di mercato. Prima dell'acquisizione, la società target e gli sponsor della SPAC concordano il valore. È essenziale che questa valutazione sia appropriata, poiché il successo del Business Combination dipende dalla fiducia e dall'approvazione degli investitori. Infatti, dopo la definizione della valutazione, l'accordo della SPAC deve ottenere l'approvazione dagli azionisti. Gli azionisti devono essere convinti che il prezzo fissato sia equo e rifletta accuratamente il valore reale della società target.

Nel contesto delle IPO tradizionali, i termini dell'offerta sono spesso definiti principalmente dalla società quotanda e dai sottoscrittori, con la possibilità di negoziazione limitata da parte degli investitori. Nelle fusioni SPAC, le condizioni dell'accordo sono solitamente oggetto di un negoziato più ampio e flessibile tra la società target e gli sponsor. Questo processo di negoziazione riguarda non solo la

⁶⁵ PwC, "How special purpose acquisition companies (SPACs) work"

⁶⁶ DealRoom, "SPACs vs. IPO: What's The Difference?"

valutazione della società, come menzionato precedentemente, ma anche altre condizioni come le scadenze, i vantaggi per gli azionisti, le garanzie e le proiezioni finanziarie⁶⁷. A differenza di una quotazione in borsa tramite un'IPO, in cui le proiezioni finanziarie non sono ammesse, una quotazione tramite SPAC offre la possibilità di fornire agli investitori previsioni sulle prospettive della società dopo la fusione, poiché la SPAC agisce come un veicolo societario. La flessibilità nell'accordo può influenzare notevolmente l'attrazione di una SPAC, da un lato, può costituire uno stimolo per le aziende private che stanno valutando l'opzione di quotarsi, mentre, dall'altro, può rappresentare un investimento più certo sotto alcuni punti per gli investitori.

La volatilità del mercato è un aspetto di grande rilevanza da considerare, entrambe le opzioni sono influenzate dalle oscillazioni del mercato, ma differiscono nella loro reazione a tali fluttuazioni. Le IPO tradizionali possono essere più suscettibili a queste variazioni in quanto il prezzo delle azioni viene fissato in un momento specifico durante il processo di quotazione. Dall'altra parte, una fusione con una SPAC potrebbe essere meno influenzata da tali fluttuazioni, poiché il prezzo è stabilito in anticipo, offrendo quindi maggiore stabilità alle aziende che scelgono questa via, è fondamentale sottolineare che con la quotazione SPAC, in seguito alla Business Combination, l'azienda sottostante effettua una semplice modifica del proprio nome in borsa e diviene pubblica tramite la SPAC, il che può essere percepito come un cambiamento di denominazione piuttosto che una tradizionale quotazione in borsa.

⁶⁷ Amundi, “Le SPAC: smaltita l'euforia, si torna alla realtà”

Un altro aspetto da tenere in considerazione riguarda le agevolazioni offerte alle piccole e medie imprese (PMI), quest'ultime possono usufruire di vantaggi fiscali e crediti d'imposta, introdotti dalla Manovra 2018⁶⁸ e prorogati di anno in anno, con un limite di spesa di 500 mila euro stabilito dalla Legge di Bilancio 2023. Tuttavia, è importante notare che le PMI che optano per una quotazione tramite SPAC non possono beneficiare di tali agevolazioni, poiché la procedura è diversa rispetto a un'IPO tradizionale. Pertanto, le agevolazioni si applicano esclusivamente all'entrata in borsa classica con quotazione IPO.

La due diligence⁶⁹ è un elemento critico sia nelle IPO che nelle fusioni SPAC, nelle IPO, gli underwriter e i consulenti conducono una valutazione approfondita dell'azienda, mentre nelle fusioni SPAC, sia gli sponsor che la società target esaminano attentamente l'operazione per garantire che sia vantaggiosa per entrambe le parti coinvolte. Questo processo di due diligence svolge un ruolo fondamentale nella valutazione generale dell'operazione.

Queste due strategie offrono alle aziende differenti vie per entrare nei mercati pubblici, ciascuna con le sue caratteristiche uniche, nel caso di un'IPO, un'azienda privata emette nuove azioni e le offre agli investitori attraverso una collaborazione con un sottoscrittore. Questo processo può essere particolarmente vantaggioso per le aziende che desiderano massimizzare il valore delle loro azioni e che sono disposte a sostenere costi più elevati in cambio di una valutazione accurata e di una maggiore esposizione al mercato.

⁶⁸ PMI.it, "Quotazione PMI, come funziona il Bonus IPO 2023"

⁶⁹ Mayerbrown.com, "Traditional IPO vs. Merging with a SPAC"

D'altra parte, la quotazione tramite SPAC implica che un'azienda privata si unisca a una società veicolo già quotata in borsa, utilizzando questa piattaforma esistente per il proprio ingresso nei mercati pubblici. Questo approccio può essere attraente per le aziende che cercano una via più veloce ed economica per quotarsi.

Supponiamo di avere un'azienda nel settore aerospaziale che ha sviluppato una tecnologia rivoluzionaria per i motori, in grado di ridurre significativamente i costi di lancio dei satelliti in orbita. L'azienda ha attirato l'attenzione dei principali investitori del settore aerospaziale e sta cercando di espandersi rapidamente per capitalizzare su questa opportunità di mercato.

Osserviamo due diverse ipotesi del caso:

Ipotesi 1 (IPO): L'azienda decide di optare per un'IPO tradizionale. Questa scelta le consentirà di esercitare un controllo più diretto sulla valutazione aziendale e di negoziare con precisione il prezzo delle azioni con gli investitori. Date le promettenti prospettive dell'azienda e la domanda nel settore aerospaziale, potrebbe ottenere una valutazione più elevata tramite un'IPO tradizionale. Tuttavia, è importante notare che questo processo richiederà tempo e risorse considerevoli per la preparazione e l'ammissione in borsa, e i costi delle commissioni dei sottoscrittori potrebbero essere significativi.

Ipotesi 2 (SPAC): L'azienda decide di optare una fusione con una SPAC specializzata nel settore aerospaziale. Questa opzione potrebbe consentire all'azienda di quotarsi più rapidamente e a costi inferiori rispetto a un'IPO. Inoltre, l'azienda potrebbe collaborare direttamente con gli sponsor della SPAC per negoziare una

valutazione equa dell'azienda target. Quest'approccio potrebbe risultare particolarmente interessante se l'azienda desidera ottenere rapidamente il capitale necessario per portare a termine il progetto, evitando così di perdere l'opportunità dell'innovazione.

La scelta tra un'IPO tradizionale e una quotazione tramite SPAC per questa azienda sarà decisamente influenzata dagli obiettivi finanziari e dalla disposizione a rinunciare a parte del controllo diretto sulla valutazione aziendale in cambio di una quotazione più rapida e meno onerosa. Entrambe le opzioni, come precedentemente esaminato, presentano vantaggi unici, e la decisione finale dovrebbe essere il risultato di una ponderata riflessione sulla strategia a lungo termine dell'azienda, sulla sua capacità di accedere ai finanziamenti, sulla competenza nella gestione dei processi di IPO o SPAC e sulla fiducia nelle prospettive di mercato. In particolare, sembra che l'azienda in questione possa trarre maggiori vantaggi da una fusione con una SPAC. Questo perché, nel caso in cui l'azienda desideri acquisire rapidamente il capitale necessario per completare il suo innovativo progetto, una SPAC appare come una soluzione più tempestiva ed efficiente. Quest'opzione permette quindi di evitare il rischio di perdere importanti opportunità in un mercato in continua evoluzione.

2.4 Il Paradosso delle SPAC

Con riferimento a quanto precedentemente enunciato nel paragrafo 2.2, gli investitori riconoscono agli sponsor delle SPAC un compenso denominato "promote" (esclusivamente al momento della Business Combination). Gli sponsor non godono di un salario e non percepiscono alcuna tassa di gestione sui fondi raccolti. Questo

fatto si traduce frequentemente in una strategia limitata, poiché gli sponsor cercano di convertire la loro liquidità in un investimento azionario, spesso anche in situazioni in cui dispongono di informazioni limitate o scarse sulla società target. In uno studio⁷⁰ di Jenkinson e Sousa condotto su 169 SPAC nel periodo 2003-2010, scoprirono che oltre la metà delle operazioni ha immediatamente distrutto valore. Hanno confrontato il valore per azione delle SPAC al momento dell'accordo con il valore del conto fiduciario indipendentemente supervisionato per azione. Conclusero che se il valore di mercato è uguale o inferiore al valore fiduciario, la SPAC dovrebbe essere liquidata e l'acquisizione non dovrebbe procedere. Nonostante i risultati ottenuti da Jenkinson e Sousa, esiste una ragione che spiega la continua popolarità delle SPAC. Gli investimenti in questi veicoli societari si caratterizzano per la loro liquidità, in quanto le azioni vengono offerte al mercato durante l'IPO iniziale. Ciò costituisce un vantaggio rispetto agli investimenti nel private equity, i quali tendono a essere meno liquidi. Inoltre, come precedentemente sottolineato, le SPAC risultano più accessibili per gli investitori non istituzionali. La ricerca condotta da Milos Vulcanovic⁷¹ ha analizzato quali tipi di SPAC abbiano ottenuto successo, e ha rivelato che le SPAC più efficaci erano quelle orientate in modo più specifico, caratterizzate da un gruppo di gestione con una comprovata esperienza in un settore specifico. D'altra parte, le SPAC stranieri non avevano lo stesso successo. Nonostante i prezzi di mercato al momento dell'approvazione dell'acquisizione indicassero in anticipo la possibilità di una perdita di valore, la maggioranza degli investitori ha comunque dato il proprio

⁷⁰ Jenkinson, Tim and Sousa, Miguel, "Why SPAC Investors Should Listen to the Market" febbraio 2009.

⁷¹ Vulcanovic Milos, "SPACs: Post-Merger Survival" *Managerial Finance*, giugno 2016.

consenso a tali accordi. Nel suddetto studio⁷² condotto da Jenkinson e Sousa ha rivelato che gli investitori hanno seguito le raccomandazioni degli sponsor delle SPAC, nonostante segnali negativi provenienti dal mercato, subendo in media perdite cumulative del 39% entro sei mesi e addirittura del 79% entro un anno. Questo fenomeno può apparire contro intuitivo, ma può essere spiegato dal fatto che gli sponsor ricevono un compenso notevole, pari al 20% del valore del capitale in caso di qualsiasi acquisizione. Di conseguenza, il loro principale incentivo è garantire l'approvazione degli investitori per un'acquisizione, anche a scapito dei possibili svantaggi per gli stessi investitori. Questo meccanismo può portare a situazioni in cui gli investitori subiscano perdite, mentre gli sponsor realizzino profitti notevoli. Considerando le deludenti performance delle SPAC, è sorprendente vedere che gli investitori approvino circa tre quarti degli accordi.

⁷² Jenkinson, Tim and Sousa, Miguel, "Why SPAC Investors Should Listen to the Market" febbraio 2009.

Capitolo 3

ANALISI DEL SETTORE AEROSPAZIALE E LE SOLUZIONI

MIGLIORI DI QUOTAZIONE:

ATTRAVERSO IL CASO VIRGIN GALACTIC

3.1 Evoluzione storica dal settore aerospaziale al turismo spaziale

Nella seconda metà del XX secolo, la corsa allo spazio tra gli Stati Uniti e l'Unione Sovietica dominava il panorama spaziale. Il lancio del primo satellite artificiale "Sputnik 1" da parte dell'Unione Sovietica nel 1957 segnò l'inizio di questa epoca, seguito dall'avvio del programma spaziale statunitense, che istituì la National Aeronautics and Space Administration (NASA) il primo ottobre 1958.

Tra gli anni '60 e '70, Gli Stati Uniti lanciarono il programma Apollo, con l'obiettivo di far atterrare astronauti statunitensi sulla Luna. Il culmine di questo programma fu raggiunto il 20 luglio del 1969, quando la missione Apollo 11⁷³ portò Neil Armstrong e Buzz Aldrin sulla superficie lunare, questa impresa segnò la vittoria degli Stati Uniti nella corsa spaziale con l'Unione Sovietica.

⁷³ Astrospace.it, "20 luglio 1969: la missione Apollo 11 e l'attimo che cambiò il mondo"

Negli anni '80, l'industria aerospaziale si trovava di fronte a una situazione finanziaria insostenibile a causa della pratica di sviluppare un nuovo veicolo spaziale per ogni lancio. In risposta a questo crescente spreco di risorse, la NASA introdusse il programma Space Shuttle⁷⁴. Questa innovativa navetta spaziale aveva la capacità di essere riutilizzata per diverse missioni dopo essere stata lanciata in orbita. L'iniziale entusiasmo per questa svolta tecnologica fu oscurato dalla tragedia dello Space Shuttle Challenger⁷⁵ nel 1986. Questo disastro avvenne durante un lancio di routine da Cape Canaveral in Florida, quando lo Space Shuttle Challenger esplose solamente 73 secondi dopo il decollo, provocando la tragica perdita di tutte e sette le persone a bordo.

Il vero inizio del turismo spaziale si è verificato nel 2001, quando l'imprenditore statunitense Dennis Tito è diventato il primo turista spaziale, finanziando interamente il suo viaggio di 8 giorni presso l'International Space Station (ISS)⁷⁶. Anche se l'industria del turismo spaziale⁷⁷ orbitale aveva attirato molta attenzione dai media dopo il volo di Tito, altre società avevano lavorato duramente cercando di rendere il turismo spaziale una proposta redditizia sviluppando veicoli suborbitali progettati per portare i passeggeri a un'altitudine di 100 km. Oltre all'obiettivo di rendere il turismo spaziale commercialmente fattibile, le aziende nel settore erano in competizione per l'Ansari X Prize, una ricompensa di dieci milioni di dollari offerta dalla X Prize Foundation, un'ONG creata per incentivare innovazioni tecnologiche

⁷⁴ Treccani, "Space Shuttle" Dizionario delle Scienze Fisiche 1996.

⁷⁵ Focus.it, "Spazio La storia della tragedia dello Shuttle Challenger"

⁷⁶ Carl Cater, "Space Tourism: The Elusive Dream" Capitolo 2: "History of Space Tourism", Volume 25, 2019.

⁷⁷ Britannica.com, "space tourism"

radicali in vari settori. Il 4 ottobre 2004, SpaceShipOne, finanziato da Virgin Galactic e progettato dall'ingegnere americano Burt Rutan di Scaled Composites, vince l'X Prize e, così facendo, inaugura una nuova era di voli spaziali commerciali con equipaggio e di turismo spaziale. Il fondatore di Virgin Galactic, Sir Richard Branson, registrò ufficialmente l'azienda nel 1999, anche se al momento della costituzione non aveva un vero e proprio team e neppure un veicolo con cui iniziare i suoi viaggi. Il piano aziendale⁷⁸ per i viaggi suborbitali prevedeva la creazione di una flotta di cinque astronavi, ciascuna in grado di trasportare sei passeggeri e due piloti. Questi veicoli avrebbero operato con voli settimanali, con partenza iniziale da Mojave e successivamente dal nuovo Spaceport situato nel New Mexico. Gli aspiranti astronauti avrebbero partecipato a un addestramento per prepararsi alle forze gravitazionali e all'esperienza di gravità zero. Durante la fase di assenza di gravità, avrebbero potuto muoversi liberamente all'interno della navicella spaziale prima di riassumere la posizione nei propri sedili per il rientro. Al termine del volo, a ciascun partecipante sarebbero state conferite le ali da astronauta, in accordo con il raggiungimento dell'altitudine di 80 km, limite indicato dalla NASA come l'inizio dello spazio. L'esperienza sarebbe stata conclusa con una celebrazione accompagnata da champagne, consentendo ai partecipanti di festeggiare insieme a familiari ed amici. Questa esperienza sarebbe stata offerta a un costo di 190.000 dollari⁷⁹.

Negli anni successivi, Virgin Galactic ha promesso di avviare i voli suborbitali, ma le date di inizio sono state costantemente ritardate. Inizialmente annunciato per il

⁷⁸ Erik Seedhouse, "Virgin Galactic: The First Ten Years" 2015.

⁷⁹ Erik Seedhouse, "Virgin Galactic: The First Ten Years" 2015.

2007, il lancio è stato successivamente posticipato al 2008, poi al 2009 e così via, fino a prevedere l'inizio dei voli per metà del 2023.

Successivamente, sono stati condotti una serie di test, tra cui il volo suborbitale riuscito nel dicembre 2018, che ha permesso all'azienda di ottenere una licenza dalla Federal Aviation Administration (FAA) per condurre voli suborbitali commerciali con passeggeri a bordo⁸⁰.

Nel 2018, Branson ha dichiarato di aver investito quasi 1 miliardo di dollari nel progetto⁸¹, mentre i clienti hanno contribuito attraverso prenotazioni, con oltre 600 persone che hanno impegnato circa 80 milioni di dollari⁸², Virgin Galactic ha affrontato crescenti costi operativi annuali, cercando di ottenere finanziamenti dal governo attraverso contratti con istituzioni governative, ma senza successo⁸³. Nello stesso anno, il principe ereditario dell'Arabia Saudita, Mohammad bin Salman, aveva dichiarato di essere disposto a investire un miliardo di dollari in Virgin Galactic, ma l'accordo⁸⁴ è stato sospeso a seguito delle controversie legate all'omicidio di un giornalista saudita, Jamal Khashoggi. Quest'ultimo, noto critico del regime saudita, è stato vittima di violenze e ucciso brutalmente all'interno del consolato saudita a Istanbul, in Turchia. In risposta a un vasto scandalo internazionale e a rapporti di intelligence che suggerivano un coinvolgimento diretto del principe ereditario bin Salman nell'omicidio, Richard Branson ha ritirato il gruppo Virgin dalla sua collaborazione. Va notato che il principe ereditario ha negato le accuse, ma diverse

⁸⁰ Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC RECEIVES APPROVAL FROM FAA FOR FULL COMMERCIAL LAUNCH LICENSE FOLLOWING SUCCESS OF MAY TEST FLIGHT"

⁸¹ Nicholas Schmidle, "Test Gods, Tragedy and Triumph in the New Space Race" 2021.

⁸² Erik Seedhouse, "Virgin Galactic: The First Ten Years" 2015.

⁸³ Nicholas Schmidle, "Test Gods, Tragedy and Triumph in the New Space Race" 2021.

⁸⁴ Parabolic Arc, "Why Virgin Galactic Went SPAC"

agenzie di intelligence occidentali hanno ritenuto che un omicidio così significativo in un consolato saudita non sarebbe stato possibile senza un suo coinvolgimento o almeno il suo consenso.

3.2 Il caso Virgin Galactic

Con l'urgente esigenza di raccogliere fondi per continuare a sviluppare i propri programmi spaziali, Virgin Galactic aveva intrapreso una ricerca attiva di soluzioni finanziarie alternative. In questo contesto, è emersa la possibilità di utilizzare una Special Purpose Acquisition Company (SPAC), come un mezzo innovativo per ottenere liquidità e allo stesso tempo, accedere ai mercati finanziari in maniera rapida.

Il 9 luglio 2019⁸⁵, Virgin Galactic e Social Capital Hedosophia (SCH) annunciano la fusione per creare la prima società quotata in borsa di turismo spaziale. Chamath Palihapitiya, un Venture Capitalist, CEO della società Social Capital Hedosophia, aveva quotato la sua prima IPO di SPAC il 14 settembre del 2017⁸⁶, SCH era alla ricerca di una società target per questa SPAC, questo veicolo societario aveva il nome di Social Capital Hedosophia Holdings Corp., quotato con un simbolo ticker "IPOA", la società aveva già raccolto 690 milioni di dollari dall'IPO. La valutazione di Virgin Galactic è stata di 1,5 miliardi di dollari, rappresentati da:

⁸⁵ Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC AND SOCIAL CAPITAL HEDOSOPHIA ANNOUNCE MERGER TO CREATE THE WORLD'S FIRST AND ONLY PUBLICLY TRADED COMMERCIAL HUMAN SPACEFLIGHT COMPANY."

⁸⁶ SPACResearch.com "Social Capital Hedosophia Holdings Corp."

- 1,5 volte il capitale investito in Virgin Galactic: Come già enunciato precedentemente, Branson aveva dichiarato di aver investito in Virgin Galactic più di un miliardo di dollari;
- 2,5 volte le entrate stimate del 2023;
- 5,5 volte l'EBITDA⁸⁷ previsto per il 2023.

Virgin Galactic decise di adottare questa via alternativa, andando a collaborare con SCH, questo processo ha consentito all'azienda di ottenere liquidità necessaria per i suoi piani spaziali e al contempo ha fornito agli investitori l'opportunità di partecipare al potenziale successo dell'azienda nel settore emergente del turismo spaziale. L'annuncio della fusione con la SPAC di SCH è stato un momento di svolta nella storia di Virgin Galactic, poiché ha rappresentato un cambiamento significativo anche nella struttura finanziaria dell'azienda. Venerdì 25 ottobre 2019⁸⁸, Virgin Galactic annuncia l'avvenuta fusione aziendale con la società SPAC di SCH (IPOA). Tre giorni dopo, lunedì 28 ottobre 2019, Virgin Galactic entra a far parte ufficialmente del New York Stock Exchange (NYSE), con il nome di "Virgin Galactic Holdings, Inc." sotto il simbolo ticker "SPCE", il prezzo di apertura⁸⁹ è stato di \$12,34, ma alla chiusura è sceso a \$11,75 per azione, registrando una variazione negativa dello 0,3%. Questa variazione negativa alla chiusura del primo giorno di negoziazioni, per il

⁸⁷ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA) rappresenta una misura di margine operativo lordo. Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation (EBITDA)"

⁸⁸ Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC COMPLETES MERGER WITH SOCIAL CAPITAL HEDOSOPHIA, CREATING THE WORLD'S FIRST AND ONLY PUBLICLY TRADED COMMERCIAL HUMAN SPACEFLIGHT COMPANY"

⁸⁹ Theverge.com, "Virgin Galactic celebrates first day on the New York Stock Exchange"

titolo non ha manifestato un fenomeno di Underpricing, poiché, il debutto in borsa ha rappresentato un cambio di nome per la società, perché gli investitori intenzionati all'acquisto di Virgin Galactic potevano scambiare azioni della SPAC di SCH già dal primo annuncio della fusione⁹⁰.

3.2.1 Benefici derivanti dalla quotazione di Virgin Galactic tramite SPAC

La decisione di Virgin Galactic di quotarsi attraverso una SPAC ha comportato una serie di vantaggi significativi per l'azienda, sottolineando l'efficacia di questa strategia di quotazione nel settore del turismo spaziale. Durante il convegno "Small Satellite" del febbraio 2021, a Richard Branson è stato chiesto il motivo per cui Virgin Galactic aveva scelto di diventare una società quotata attraverso una SPAC, la sua risposta è stata la seguente:

*"È perché sono impaziente. La SPAC evita tutta la complicata procedura delle società pubbliche. Sì, ho pensato, è fantastico, facciamolo" (Richard Branson 2021)*⁹¹

Branson aveva ragione solo in parte, una SPAC semplifica notevolmente il processo di quotazione di un'azienda. Tuttavia, l'impazienza probabilmente non è stata la principale ragione per cui Virgin Galactic ha optato per la SPAC. Innanzitutto, la quotazione tramite SPAC ha accelerato notevolmente l'accesso in borsa per Virgin Galactic. A differenza di un'Offerta Pubblica Iniziale tradizionale, come abbiamo già osservato, nota per essere un processo più lungo e complesso, la SPAC ha consentito

⁹⁰ CNBC, "Virgin Galactic shares debut as the space tourism company begins trading under the ticker SPCE"

⁹¹ Parabolic Arc, "Why Virgin Galactic Went SPAC"

all'azienda di quotarsi più rapidamente. Ciò ha permesso a Virgin Galactic di raccogliere i fondi necessari per sostenere ulteriormente le sue operazioni e i progetti di sviluppo in tempi più brevi, sfruttando l'entusiasmo degli investitori per il settore emergente del turismo spaziale. Inoltre, la scelta di una SPAC ha fornito a Virgin Galactic un accesso più diretto agli investitori e ai partner strategici, aprendo la porta a opportunità di collaborazione e partnership che potrebbero non essere state altrettanto accessibili attraverso una quotazione tradizionale. La visibilità mediatica e l'interesse generato dalla SPAC hanno anche contribuito a sensibilizzare il pubblico sul turismo spaziale e a rafforzare la posizione di Virgin Galactic nel settore. Un altro beneficio chiave è stato l'evitare l'Underpricing, un fenomeno spesso associato alle IPO, che ha consentito all'azione appena quotata di mantenere una maggiore stabilità di mercato rispetto a un'ipotetica quotazione tradizionale.

3.3 Rischi della quotazione tramite SPAC nel settore Aerospaziale

Dopo l'entrata in borsa di Virgin Galactic, si è verificato un periodo di declino nel valore delle azioni. Nei mesi successivi, il prezzo delle azioni è sceso a poco più di \$7. Nel corso del tempo, il prezzo delle azioni ha oscillato particolarmente, raggiungendo un massimo di chiusura pari a \$59,41 l'11 febbraio 2021, per poi scendere a circa \$25 verso settembre 2021. Attualmente, il prezzo delle azioni si attesta a circa \$2 per azione, a causa dei continui⁹² ritardi⁹³ nella data di lancio della navicella spaziale.

⁹² HDblog.it, "[Virgin Galactic rinvia il volo test di SpaceShipTwo, servono ulteriori verifiche](#)"

⁹³ Virgin Galactic, "[VIRGIN GALACTIC UPDATE ON TEST FLIGHT PROGRAM](#)"

Inoltre, la fiducia degli investitori è stata ulteriormente scossa dal fatto che Virgin Galactic è riuscita a completare il suo primo volo commerciale con turisti spaziali solo il 29 giugno di quest'anno, con la missione denominata "Galactic 01"⁹⁴. Questo ritardo nell'effettuare voli spaziali commerciali ha alimentato le preoccupazioni degli investitori e ha contribuito a rendere meno attraente il titolo. Dopo la Virgin Galactic, molte aziende hanno seguito il suo stesso sentiero, quotandosi con fusione SPAC, come riportato nella Tabella seguente.

| Società | Entrata in Borsa | Prezzo di entarta | Prezzo Massimo | Prezzo (06/09/23) |
|-----------------------------------|------------------|-------------------|-------------------------------|-------------------|
| Astra Space (Nasdaq: ASTR) | 1/7/21 | \$12.30 | \$16.95 ^(2/7/21) | \$0.25 |
| AST SpaceMobile (Nasdaq: ASTS) | 7/4/21 | \$11.63 | \$15.48 ^(30/6/21) | \$3.90 |
| BigBear.ai (NYSE: BBAI) | 8/12/21 | \$9.84 | \$16.12 ^(6/4/22) | \$1.69 |
| BlackSky (NYSE: BKSJ) | 10/9/21 | \$11.80 | \$13.20 ^(16/9/21) | \$1.29 |
| Intuitive Machines (Nasdaq: LUNR) | 14/2/23 | \$10.00 | \$136.00 ^(20/2/23) | \$4.77 |
| Momentum (Nasdaq: MNTS) | 13/8/21 | \$10.85 | \$12.87 ^(7/9/21) | \$7.18 |
| Planet Labs (NYSE: PL) | 8/12/21 | \$11.25 | \$11.65 ^(8/12/21) | \$3.16 |
| Redwire (NYSE: RDW) | 3/9/21 | \$10.70 | \$16.98 ^(25/10/21) | \$3.24 |
| Rocket Lab (Nasdaq: RKLB) | 25/8/21 | \$11.58 | \$21.34 ^(9/9/21) | \$6.41 |
| Satelogic (Nasdaq: SATL) | 26/1/22 | \$9.19 | \$10.92 ^(4/5/22) | \$1.58 |
| Satixfy (NYSE AMERICAN: SATX) | 28/10/22 | \$8.29 | \$51.70 ^(17/11/22) | \$0.66 |
| Spire (NYSE: SPIR) | 17/8/21 | \$10.25 | \$19.50 ^(22/9/21) | \$5.52 |
| Terran Orbital (NYSE: LLAP) | 28/3/22 | \$12.69 | \$12.69 ^(28/3/22) | \$1.19 |
| Virgin Galactic (NYSE: SPCE) | 28/10/19 | \$11.79 | \$62.80 ^(4/2/21) | \$2.48 |

Tabella 3.1 Space SPAC Index, al 6 settembre 2023⁹⁵

Come si può osservare nella Tabella 3.1, è evidente che le quotazioni delle SPAC hanno generalmente registrato un risultato negativo, poiché la maggior parte di esse ha comportato una notevole perdita di valore. Nel settore aerospaziale, molte di

⁹⁴ Geopop.it, "Missione compiuta per il volo sub-orbitale Galactic 01 della Virgin Galactic"

⁹⁵ Parabolic Arc, "Space SPAC Index – Terran Orbital Unveils New Satellite Buses"

queste SPAC sono state “delistate⁹⁶” o attualmente vengono scambiate a valori molto inferiori rispetto al prezzo iniziale di circa dieci dollari. Un esempio emblematico è Momentus Inc.⁹⁷, un’azienda americana di voli spaziali che si è quotata tramite SPAC e attualmente negozia a circa sette dollari per azione. Tuttavia, questa cifra rappresenta molto più di una “semplice” riduzione del 30% rispetto al prezzo di ingresso in borsa, la società ha subito un frazionamento azionario il 23 agosto di quest’anno, in cui ogni 50 azioni ordinarie sono state consolidate in un’unica azione. Ciò è dovuto al fatto che, secondo le normative di conformità delle borse, le società hanno 180 giorni, ovvero circa sei mesi, per portare il prezzo delle proprie azioni al di sopra dell’1 dollaro per azione. La scelta di quotarsi tramite SPAC per una società aerospaziale appena entrata nel mercato potrebbe sembrare allettante a prima vista, poiché offre la possibilità di ottenere capitali significativi rapidamente, però, potrebbe rivelarsi poco vantaggiosa a lungo termine, le nuove aziende aerospaziali spesso devono affrontare una curva di apprendimento ripida e costosa, e la fretta di raggiungere un finanziamento tramite il mercato, potrebbe comportare compromessi sulla qualità del prodotto o sulla sicurezza delle missioni.

⁹⁶ Seeking Alpha, “[Virgin Orbit gets Nasdaq delisting notice after filing for bankruptcy](#)”

⁹⁷ CNBC, “[Space companies Spire and Momentus get stock exchange delisting warnings](#)”

CONCLUSIONI

Dopo la decisione fatta da Virgin Galactic di entrare in borsa attraverso una SPAC, numerose aziende del medesimo settore hanno seguito l'esempio di Virgin, attratte dalla possibilità di ottenere rapidamente ingenti capitali. Come emerso nell'ambito dell'analisi, tale decisione presenta dei rischi di lungo termine. Un aspetto chiave da considerare è che Virgin Galactic, vantava già una solida esperienza nel settore aerospaziale, essendo operativa da circa 15 anni prima della quotazione. Virgin Galactic aveva un solido background e risorse accumulate nel corso degli anni, un'azienda di recente costituzione potrebbe trovarsi ad affrontare sfide molto più complesse e rischiose, considerando la complessità e la competizione del settore aerospaziale. Per le aziende appena costituite, la scelta di quotarsi tramite SPAC diventa ancora più rischiosa, data anche dal fatto che, si trovano di fronte a una ripida e costosa curva di apprendimento, e la corsa per rispettare le date annunciate, potrebbe spingerle a fare compromessi sulla qualità del prodotto o sulla sicurezza delle missioni. Questi compromessi potrebbero mettere a rischio la reputazione e la sostenibilità a delle aziende, aspetti particolarmente critici in un settore in cui la sicurezza e l'affidabilità rivestono un ruolo centrale. Inoltre, una volta quotate, queste aziende diventano strettamente legate agli azionisti e al mercato azionario in generale, con qualsiasi notizia o annuncio in grado di influenzare immediatamente il valore delle azioni e la percezione dell'azienda da parte degli investitori. Come

evidenziato nel terzo capitolo, molte aziende nel settore aerospaziale, dopo essersi quotate in borsa tramite SPAC, hanno assistito a un deterioramento del proprio valore rispetto al momento della quotazione. In alcuni casi, ciò ha comportato persino il delisting delle azioni da parte delle borse di appartenenza. In conclusione, la decisione di quotarsi tramite SPAC nel settore aerospaziale, piuttosto che IPO, può comportare vantaggi iniziali, ma è essenziale riflettere anche sui rischi associati, in un settore come quello aerospaziale, dove la sicurezza, l'affidabilità e la reputazione sono fondamentali, trovare il giusto equilibrio tra l'accesso ai capitali e il mantenimento degli standard di qualità è essenziale per il successo a lungo termine delle aziende nel settore.

BIBLIOGRAFIA

- Borsa Italiana SPA, "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.P.A pdf"
- Carl Cater, "Space Tourism: The Elusive Dream" Capitolo 2: "History of Space Tourism", Volume 25, 2019.
- Christian Davenport, "The Space Barons: Elon Musk, Jeff Bezos, and the Quest to Colonize the Cosmos" marzo 2018.
- David N. Feldman, "Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO" 2006.
- Erik Seedhouse, "Virgin Galactic: The First Ten Years" 2015.
- Greg N. Gregoriou, "Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs" aprile 2011.
- James C. Brau e Stanley E. Fawcett, "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications" *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 18 Numero 3 del 2006.
- Jenkinson, Tim and Sousa, Miguel, "Why SPAC Investors Should Listen to the Market" febbraio 2009.
- Nicholas Schmidle, "Test Gods, Tragedy and Triumph in the New Space Race" 2021.
- Patrick A. Gaughan, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", 7^a edizione, dicembre 2017.

PwC Deals USA, "Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public" novembre 2017.

Robert Berger, "SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets." *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 20 Numero 3 del settembre 2008.

Steven M. Bragg, "Running a Public Company: From IPO to SEC Reporting" settembre 2009.

Vulanovic Milos, "SPACs: Post-Merger Survival" *Managerial Finance*, giugno 2016.

SITOGRAFIA

- Amundi, "Le SPAC: smaltita l'euforia, si torna alla realtà"
- Astrospace.it, "20 luglio 1969: la missione Apollo 11 e l'attimo che cambiò il mondo"
- Borsa Italiana SPA, "Cos'è il Piano Industriale?"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Bookbuilding"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Bookrunner"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Clausola di Lock Up"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Co-Lead Manager"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Collocamento"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Costo Medio Ponderato del Capitale"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Diritti di Conversione"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Earnings Before Interest Taxes
Depreciation and Amortisation (EBITDA)"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Efficienza del Mercato"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Global Coordinator"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Lead Manager"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Vendita e
Sottoscrizione"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Vendita"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica di Sottoscrizione"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Offerta Pubblica Iniziale (IPO)"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Prezzo di Collocamento"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Prospetto Informativo"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Road Show"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - Sponsor"
- Borsa Italiana SPA, "Glossario Finanziario - T-Bill"

Borsa Italiana SPA, "[Glossario Finanziario - Underpricing](#)"

Borsa Italiana SPA, "[Glossario Finanziario - Underwriter](#)"

Borsa Italiana SPA, "[Glossario Finanziario - Underwriting Fee](#)"

Borsa Italiana SPA, "[Glossario Finanziario - Venture Capital](#)"

Borsa Italiana SPA, "[Il processo di quotazione](#)"

Britannica.com, "[space tourism](#)"

Capital.com, "[What is a trade-off model of capital structure?](#)"

Caplinked.com, "[Understanding How SPACs Utilize PIPE Deals](#)"

CNBC, "[Space companies Spire and Momentus get stock exchange delisting warnings](#)"

CNBC, "[Virgin Galactic shares debut as the space tourism company begins trading under the ticker SPCE](#)"

DealRoom, "[SPACs vs. IPO: What's The Difference?](#)"

Economiaindustriale.com, "[bilancio pro-forma](#)"

eFinanceManagement.com "[IPO Underpricing - Meaning, Formula, Reasons And More](#)"

Euronext Corporate Services, "[Come Raccontare una Equity Story d'Impatto \(Step-by-Step\)](#)"

Focus.it, "[Spazio La storia della tragedia dello Shuttle Challenger](#)"

Geopop.it, "[Missione compiuta per il volo sub-orbitale Galactic 01 della Virgin Galactic](#)"

Giappichelli, Rivista di Diritto Societario "[Le Special Purpose Acquisition Companies \(SPAC\)](#)"

Gigcapitalglobal.com, "[The Special Purpose Acquisition Company \(SPAC\) or Private to Public Equity \(PPE\)TM Initiative](#)"

HDBlog.it, "[Virgin Galactic rinvia il volo test di SpaceShipTwo, servono ulteriori verifiche](#)"

IG, "[SPACs vs IPOs: what are the differences?](#)"

Investopedia, "[SEC Form S-1: What It Is, How to File It or Amend It](#)"

IPOhub.org. "[IPO Underpricing Causes](#)"

managementstudyguide.com, "[Investment Banking Issues: Why Do IPOs Get Underpriced?](#)"

Mayerbrown.com, "Traditional IPO vs. Merging with a SPAC"

Meliusform.it, "Analisi per flussi"

Parabolic Arc, "Space SPAC Index - Terran Orbital Unveils New Satellite Buses"

Parabolic Arc, "Why Virgin Galactic Went SPAC"

PMI.it, "Quotazione PMI, come funziona il Bonus IPO 2023"

PwC, "How special purpose acquisition companies (SPACs) work"

Seeking Alpha, "Virgin Orbit gets Nasdaq delisting notice after filing for bankruptcy"

SpacData.com, "Summary of Funds Raised"

SPACResearch.com "Social Capital Hedosophia Holdings Corp."

techcrunch.com "LinkedIn IPO Shares Pop 84 Percent On First Trade, Opens With \$7.8B Market Cap"

Theverge.com, "Virgin Galactic celebrates first day on the New York Stock Exchange"

Treccani, "Consolidato"

Treccani, "Space Shuttle" Dizionario delle Scienze Fisiche 1996.

Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC AND SOCIAL CAPITAL HEDOSOPHIA ANNOUNCE MERGER TO CREATE THE WORLD'S FIRST AND ONLY PUBLICLY TRADED COMMERCIAL HUMAN SPACEFLIGHT COMPANY."

Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC COMPLETES MERGER WITH SOCIAL CAPITAL HEDOSOPHIA, CREATING THE WORLD'S FIRST AND ONLY PUBLICLY TRADED COMMERCIAL HUMAN SPACEFLIGHT COMPANY"

Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC RECEIVES APPROVAL FROM FAA FOR FULL COMMERCIAL LAUNCH LICENSE FOLLOWING SUCCESS OF MAY TEST FLIGHT"

Virgin Galactic, "VIRGIN GALACTIC UPDATE ON TEST FLIGHT PROGRAM"

Wikipedia, "Round lot"