



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

***Special Purpose Acquisition Companies:
i nuovi veicoli di finanziamento per le PMI***

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureanda

Elena Zanetti

Matricola 852620

Anno Accademico

2019 / 2020

Alla mia famiglia, per aver sempre creduto in me.

A Nicola, per essermi stato accanto.

Indice

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1. UN NUOVO STRUMENTO DI FINANZIAMENTO IN ITALIA: LE SPAC	3
1.1 IL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO	3
1.2 L'APERTURA DEL CAPITALE	5
1.3 LE IMPRESE FAMILIARI	8
1.4 UN'INTRODUZIONE ALLE SPAC	11
1.4.1 Le origini	11
1.4.2 <i>La letteratura di riferimento</i>	15
1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI DELLO STRUMENTO	19
1.5.1 <i>I vantaggi</i>	19
1.5.2 <i>Gli svantaggi</i>	22
1.6 UN CONFRONTO CON I PRINCIPALI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVI	22
1.6.1 <i>SPAC vs IPO tradizionale</i>	22
1.6.2 <i>SPAC vs Private Equity</i>	26
CAPITOLO 2. IL CICLO DI VITA E LE CARATTERISTICHE DELLA SPAC	30
2.1 SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY: CARATTERI GENERALI	30
2.2 IL FUNZIONAMENTO	30
2.3 LE FIGURE APICALI E LA SOCIETÀ TARGET	34
2.3.1 <i>I promoter</i>	34
2.3.2 <i>Gli investitori</i>	36
2.3.3 <i>La società target</i>	36
2.4 IL MERCATO DI RIFERIMENTO	38
2.4.1 <i>AIM Italia</i>	38
2.4.2 <i>MIV</i>	40
2.5 IL CONTESTO NORMATIVO	41
2.5.1 <i>L'IPO e la quotazione</i>	42
2.5.2 <i>L'assemblea dei soci</i>	42
2.5.3 <i>Il diritto di recesso</i>	44
2.5.4 <i>Azioni e warrant</i>	46
2.5.5 <i>Le clausole a protezione dei promoter</i>	48
2.5.6 <i>Il Consiglio di Amministrazione</i>	48
2.6 ASPETTI CONTABILI	49
2.6.1 <i>Pre business combination</i>	50
2.6.2 <i>Business combination</i>	52
CAPITOLO 3. ANALISI EMPIRICA DELL'ESPERIENZA ITALIANA	55
3.1 IL CAMPIONE OGGETTO D'INDAGINE	55
3.1.1 <i>Overview delle SPAC italiane</i>	55
3.1.2 <i>Overview delle società target</i>	71
3.2 Good SPAC vs Bad SPAC	74
3.2.1 <i>"Why SPAC investors should listen to the market"</i>	75
3.2.2 <i>L'analisi delle SPAC italiane</i>	77

3.3 LA REAZIONE DEL MERCATO	83
CONCLUSIONI.....	88
BIBLIOGRAFIA	92
SITOGRAFIA.....	99

Introduzione

Le *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) sono particolari tipologie di società prive di *asset*, costituite come veicoli di investimento allo scopo di selezionare e portare a quotazione, mediante una *business combination*, una società operativa con elevate prospettive di crescita.

Nonostante la loro diffusione nel nostro paese sia relativamente recente, le SPAC realizzate nel mercato italiano hanno raggiunto una numerosità e una significatività sufficienti, a nostro avviso, a giustificare una loro disamina approfondita. Sempre con riferimento al caso italiano, rappresentano infatti un caso concreto di approccio al mercato dei capitali con modalità e strumenti nuovi ed innovativi. Esse ben si inseriscono quindi nel trend evolutivo che da qualche anno sta caratterizzando la finanza aziendale ed il mercato dei capitali, anche grazie ad una regolamentazione generale più favorevole verso forme di finanziamento non “tradizionali” (si pensi ad esempio al fenomeno ormai consolidato delle emissioni obbligazionarie c.d. “*minibond*”), allo scopo di ridurre progressivamente su questo fronte il *gap* esistente rispetto ad altri più evoluti sistemi economici.

L’obiettivo del presente elaborato è quindi l’individuazione delle iniziative classificabili nella categoria delle SPAC fin qui realizzate nel mercato italiano, l’analisi dei loro esiti e l’individuazione dei principali motivi di successo/insuccesso, nel tentativo di formulare un giudizio circa l’appetibilità di questo strumento per le nostre imprese (soprattutto per quelle di non grandi dimensioni) in termini di crescita attraverso l’apertura a nuovi capitali e a nuovi investitori.

La struttura dell’elaborato è la seguente:

- nel primo capitolo viene proposta un’analisi della struttura economico-produttiva italiana, con riguardo alle imprese private, significativamente caratterizzata, come detto, da un elevato numero soggetti di medio-piccole dimensioni, spesso a conduzione familiare e tradizionalmente dipendenti dal credito bancario.

Come osservato da più parti, le numerose e ampie turbolenze dei mercati che si sono succedute negli ultimi anni, a partire dalla crisi economico-finanziaria originatasi negli USA nel 2007, hanno indotto spesso giocoforza molte nostre imprese a ricercare modalità di accesso alle risorse finanziarie diverse da quelle

utilizzate fino a quel momento. Contestualmente, ciò ha spinto gli operatori finanziari a individuare e a proporre alle imprese e agli investitori strumenti più evoluti tra i quali, appunto, le SPAC;

- il secondo capitolo descrive le origini delle SPAC (nate come noto in USA negli anni Ottanta) e fornisce una *overview* della letteratura disponibile. Viene poi descritto il funzionamento delle SPAC, il ruolo delle sue figure apicali, il mercato di riferimento e infine si trattano gli aspetti contabili più rilevanti dell'operazione. Si evidenzia poi il *deficit* regolamentare che caratterizza il nostro sistema, per l'assenza di una disciplina specifica relativa alle SPAC;
- il terzo ed ultimo capitolo è dedicato all'analisi empirica del fenomeno: nella prima parte si descrivono le caratteristiche più significative delle SPAC e delle società *target* ad oggi presenti sul mercato italiano. Successivamente, si prende come riferimento il *paper* di Jenkinson e Sousa: "*Why SPAC investors should listen to the market*" (2009), in cui gli autori analizzano i segnali offerti dal prezzo dell'azione nel periodo intercorrente la data di annuncio e la data dell'assemblea che ha il compito di approvare la *business combination*. Da qui, utilizzando i medesimi criteri degli autori, si suddividono le SPAC oggetto dell'analisi in due *cluster*, "*Bad*" e "*Good*", a seconda che il prezzo dell'azione sia rispettivamente inferiore o superiore al loro *trust value per share* alla data dell'assemblea. Per individuare la presenza o meno di analogie tra le SPAC italiane e quelle oggetto dello studio degli autori, anche in termini di *trend*, vengono poi analizzati i rendimenti medi giornalieri di ciascuna SPAC dal giorno successivo alla data dell'assemblea al giorno precedente la *business combination*. In questo modo, si vuole accertare se le SPAC giudicate "*Good*" presentino ritorni positivi successivamente alla data di approvazione del *deal* e, all'opposto, quelle "*Bad*" ritorni negativi. Da ultimo, si analizzano le reazioni del mercato nei due momenti topici della vita delle SPAC: la data di annuncio della *business combination* e la data della sua efficacia, per individuare l'eventuale correlazione tra il giudizio del mercato e la particolare forma tecnica della SPAC;
- nelle considerazioni finali si proporrà la propria opinione sulle possibilità di progressiva diffusione dello strumento nel nostro mercato e quindi sulla sua effettiva applicabilità ad un numero crescente di società.

CAPITOLO 1. UN NUOVO STRUMENTO DI FINANZIAMENTO IN ITALIA: LE SPAC

1.1 Il contesto economico italiano

Il tessuto economico italiano è composto per la stragrande maggioranza da piccole e medie imprese, comunemente chiamate PMI. A livello comunitario, vengono definite tali tutte quelle aziende che occupano meno di 250 dipendenti, il cui fatturato non supera i 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro¹. Come si evince dalla tabella riportata di seguito, qualora un'impresa non rientri all'interno di questi parametri, viene identificata come "grande".

Figura 1: La classificazione delle imprese secondo le direttive europee.

CATEGORIA	DIPENDENTI		FATTURATO		ATTIVO
Grande impresa	≥ 250	oppure	> € 50 mln	e	>43 € mln
Media impresa	< 250	e	≤ 50 mln	oppure	≤ 43 mln
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10 mln	oppure	≤ 10 mln
Microimpresa	< 10	e	≤ 2 mln	oppure	≤ 2 mln

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019.

Sulla base degli ultimi dati disponibili offerti dal Report annuale Cerved², si rileva che ben 156.754 imprese rientrano nella definizione sopraenunciata.

È doveroso precisare che, sebbene rispetto al 2007 si siano registrati dei netti miglioramenti, sia in termini di fatturato sia in termini di crescita (si stima infatti un tasso di crescita annuo del +2,9%), la ripresa delle PMI dalla crisi finanziaria risulta ancora debole. Secondo gli esperti, ciò è dovuto, *in primis*, ad alcune inefficienze strutturali proprie del nostro Paese, che comportano conseguenti limitazioni in tema di dimensioni, spinta verso l'internazionalizzazione e patrimonializzazione³ delle società.

¹ Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

² Rapporto Cerved PMI 2019.

³ Lo sviluppo delle SPAC in Italia. Un nuovo modo di fare *private equity* e di quotare le imprese in Borsa, Marco Fumagalli, Egea, 2014

Un'indagine condotta da Cerved⁴ sulle PMI del Centro-Nord, tuttavia, sembra in parte smentire quanto appena riportato: si registra, soprattutto nel Nord-Est, una grande apertura verso i mercati esteri. Tali aziende hanno di conseguenza registrato, nel corso degli ultimi due anni, *performance* di crescita e indici finanziari migliori rispetto al complesso delle PMI. Segno, questo, che la vocazione internazionale è un fattore fondamentale per far crescere le imprese italiane.

Le limitate dimensioni delle nostre aziende, se da un lato – come sostenuto da molti studiosi – possono rappresentare un limite, dall'altro si dimostrano anche un valore aggiunto: le imprese medio-piccole tendono a essere maggiormente reattive anche nelle situazioni altamente critiche. Quanto appena esposto è stato dimostrato, ad esempio, dai risultati ottenuti da una ricerca realizzata all'interno del progetto Innovarea, condotto nel 2014 dall'Università Ca' Foscari: dopo aver analizzato un campione di circa 5.600 aziende venete, sono state individuate 410 imprese definite "Antifragili" che, anche nei periodi di congiuntura più difficili, dovuti al perpetrarsi della crisi finanziaria, hanno registrato *performance* altamente positive. Ai fini del presente elaborato, risulta interessante apprendere come il 45% di queste rientrino nella definizione di piccola media impresa accennata all'inizio del paragrafo⁵.

Il nostro tessuto imprenditoriale presenta un'ulteriore particolarità proprio in correlazione alla dimensione media delle sue aziende: l'elevata presenza di distretti industriali, ossia agglomerazioni di piccole e medie imprese, *caratterizzate da una tendenza all'integrazione orizzontale e verticale e alla specializzazione produttiva, in genere concentrate in un determinato territorio e legate da una comune esperienza storica, sociale, economica e culturale*. I distretti, simbolo dell'eccellenza *made in Italy*, rappresentano da sempre un ruolo-chiave nell'economia del nostro Paese. Negli ultimi anni inoltre, come illustrato nel rapporto annuale redatto dal *chief economist* di Intesa San Paolo⁶, si è registrato un incremento del fatturato pari al +7,7%, così come una crescita e una produttività, rispettivamente, del +5% e +10% rispetto alle aree non distrettuali. Anche in questo caso, si segnalano una pluralità di imprese appartenenti a distretti che puntano su strategie di internazionalizzazione e innovazione. Ciò non deve stupire, se si considera che i distretti italiani risultano particolarmente apprezzati dagli

⁴ Rapporto Cerved PMI Centro-Nord, 2019.

⁵ Il Veneto che reagisce alla crisi: ecco le 410 aziende "anti fragili", Il Gazzettino, 21 ottobre 2014.

⁶ Economia e finanza dei distretti industriali. I distretti industriali tra continuità e rinnovamento.

Presentazione Undicesimo Rapporto Annuale, Direzione Studi e Ricerche, Intesa San Paolo, marzo 2019.

investitori esteri: circa il 43% degli ingressi di capitali stranieri, infatti, ha avuto come *target* imprese appartenenti proprio ai distretti.

Nei prossimi paragrafi del presente capitolo verranno descritte – rispetto a quanto esposto sinora – le problematiche che si ritiene le PMI italiane debbano affrontare e, soprattutto, superare per poter essere competitive sul mercato internazionale. Poiché nel presente paragrafo è stata posta l’attenzione, in linea generale, sul contesto economico da cui attualmente l’Italia è interessata (e in particolare sulla demografia delle imprese), nel prosieguo della trattazione il *focus* verterà su due importanti caratteristiche proprie del nostro tessuto imprenditoriale: dimensioni e patrimonializzazione.

Al di là delle peculiarità macroeconomiche appena riportate, infatti, molti esperti ritengono di poter individuare una serie di elementi, tipici delle nostre imprese, da cui sono derivati per molto tempo ostacoli alla crescita e all’innovazione. Gli stessi hanno altresì reso evidente la necessità per le aziende di adottare strumenti alternativi, rispetto al tradizionale approccio bancocentrico, per finanziare il proprio sviluppo. Tra questi, si annoverano anche le *Special Purpose Acquisition Company*.

1.2 L’apertura del capitale

Una delle peculiarità del nostro sistema economico – la dimensione media delle imprese italiane, di cui si accennava in precedenza – è ritenuta dai più il maggiore ostacolo allo sviluppo di un equilibrato mercato finanziario e creditizio. Le PMI infatti presentano tradizionalmente una struttura finanziaria semplice, accompagnata da un’elevata sottocapitalizzazione con ricorso quasi esclusivo al debito bancario. Questo ha da sempre implicato una forte relazione di dipendenza tra PMI e istituti di credito, alimentata in parte anche dal sistema fiscale italiano, che disincentiva il reinvestimento degli utili in azienda e per contro incentiva il ricorso al debito, attraverso la deducibilità degli interessi passivi.

La situazione di cui sopra produce in definitiva una limitata propensione delle PMI a sperimentare strumenti di finanziamento alternativi, quale la quotazione in Borsa o l’emissione di titoli obbligazionari (che vengono solitamente associati alla grande impresa), con conseguente rinuncia a una crescita dimensionale attraverso la disponibilità di capitali freschi. Le aziende hanno solitamente possibilità di creare valore in due modi, ossia implementando – alternativamente – una strategia di crescita interna, che comporta un utilizzo più efficace ed efficiente delle risorse già in essere, oppure una

strategia di crescita esterna, che permette di raggiungere gli obiettivi prefissati sicuramente in un minor lasso di tempo ma che richiede altresì la disponibilità di ingenti capitali. Inoltre, spesso, risulta più complessa nell'attuazione, comportando piani di riorganizzazione e l'implementazione di operazioni societarie straordinarie, al fine di creare sinergie⁷ nelle diverse attività di impresa, per conseguire maggiori efficienze.

Le complessità di cui sopra potrebbero aver trattenuto le aziende del nostro Paese a sacrificare la propria patrimonializzazione. In effetti, la scelta di una gestione finanziaria di tipo banco-centrico può presentare, agli occhi dell'imprenditore, diversi aspetti positivi: una forte *relationship lending*⁸ presuppone un certo livello di fiducia tra debitore – che riesce a far fronte ai pagamenti nei tempi prestabiliti, aumentando al tempo stesso la sua credibilità – e creditore – che è di conseguenza disposto a concedere credito senza eccessive restrizioni. Questa tipologia di rapporto così stretto, in aggiunta, se da un lato permette al cliente di ottenere un maggior potere per poter discutere le condizioni contrattuali richieste dalla banca, dall'altro lato, invece, dà la possibilità alla banca stessa di fidelizzare l'impresa, anche per lunghi periodi – grazie al vantaggio dell'asimmetria informativa⁹ che si viene a creare – e di condizionarne l'operato attraverso il proprio potere decisionale. Con la crisi finanziaria del 2007 questi stringenti rapporti si sono dimostrati un'arma a doppio taglio: com'è noto, la generale crisi di fiducia, ha portato a un progressivo razionamento del credito bancario – il c.d. *Credit Crunch* – e a un progressivo innalzamento del costo del debito in termini di tassi di interesse. Non appare secondaria, inoltre, l'adozione di nuovi strumenti di misurazione del rischio da parte delle Banche, per altro imposti dalla normativa di vigilanza a livello europeo, che hanno immediatamente messo in difficoltà tutte le aziende considerate più fragili: presi nell'insieme questi fenomeni hanno evidenziato una forte valenza pro-ciclica, in presenza di un *trend* economico sicuramente non favorevole. In definitiva, la stretta creditizia, il conseguente razionamento della disponibilità di credito e i sempre più rigidi requisiti di capitale richiesti¹⁰ dalle banche

⁷ In un'operazione di M&A, la sinergia è il valore che si ottiene dalla *business combination*. Tralasciando le problematiche inerenti ai metodi di stima – che non verranno trattati in questa sede – solitamente, tale valore risulta essere maggiore di quello imputabile alle aziende partecipanti l'operazione prese singolarmente.

⁸ Si definisce tale un rapporto continuativo e di lunga durata tra banca e cliente.

⁹ Condizione che si verifica nel mercato quando alcuni operatori dispongono di informazioni più precise di altri. Treccani, Dizionario di economia e finanza, 2012.

¹⁰ Si fa riferimento al *corpus* di norme Basilea III (2011), creato con l'obiettivo di rendere più solido e stabile il mercato finanziario. Di seguito una breve sintesi dei principali provvedimenti messi in atto per regolamentare l'attività bancaria:

- disposizione di soglie minime di capitale per evitare il *default*;

finanziatrici, hanno reso difficoltoso e oneroso, per le PMI più fragili, accedere alle tradizionali fonti di finanziamento bancario.

Le esperienze recenti hanno spinto buona parte delle imprese del nostro Paese a sondare diverse soluzioni finanziarie che consentissero loro di intraprendere una ripresa, seppur in tempi non brevi.

Questo *trend* è evidenziato anche nel Rapporto Cerved PMI 2019¹¹, dove si riporta che, sebbene “*il grado di dipendenza dalle banche si confermi anche quest’anno come un fattore strutturale che influenza fortemente le performance delle PMI*”, non più del 60% del campione analizzato nel report si rivolge ancora al canale bancario. Il risultato è da ritenersi tuttavia soddisfacente se si tiene conto che, nel 2009, solo il 29% delle aziende italiane sosteneva la propria attività unicamente mediante l’autofinanziamento. Più precisamente, si annoverano ben 94.000 PMI non dipendenti dal credito bancario, dove con “non dipendenti” si intendono tutte quelle imprese i cui indebitamenti pesano meno del 10% sul totale dell’attivo. Questo evidente cambiamento della struttura finanziaria ha avuto un impatto positivo anche sul profilo di rischio: circa il 50% delle PMI analizzate, infatti, oggi rientra nei parametri di solvibilità.

In alternativa all’autofinanziamento, si è riscontrato un approccio crescente verso operazioni che prevedono l’apertura del capitale. Ciò avviene soprattutto mediante l’adozione di strumenti alternativi, riconducibili alle macrocategorie del *private equity* e del *venture capital*. Mentre il primo fa riferimento a investimenti realizzati in aziende già esistenti, il secondo riguarda la raccolta delle risorse necessarie per avviare nuovi progetti. A titolo esemplificativo si riporta brevemente quanto analizzato nel *report* annuale di AIFI¹²: nel 2019, sono circa 370 le operazioni di questo tipo effettuate nel mercato italiano, con un tasso di crescita pari al +3% rispetto all’esercizio precedente. Questo dato appare coerente con il numero di disinvestimenti intercorsi nello stesso periodo, pari a 132, in diminuzione del -2% se raffrontato al 2018. La raccolta effettuata mediante operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital* risulta pari a 1.591 milioni di euro, di cui 1.566 milioni di euro reperiti sul mercato. L’ammontare investito, inoltre, si aggira attorno ai 7.223 milioni di euro circa. Il saldo, se depurato dagli investimenti in infrastrutture, risulta in linea con quanto registrato nel 2018.

-
- *stock* di riserve liquide che consenta alle banche di coprirsi per un periodo di almeno 30 giorni;
 - detenzione di un patrimonio pari all’8% delle attività ponderate;
 - *Leverage ratio* pari almeno al 3%.

¹¹ Per chiarezza di esposizione, si sottolinea che tutti i dati di seguito riportati fanno riferimento al Rapporto Cerved, *Op. cit.*

¹² Il mercato italiano del *Private Equity* e del *Venture Capital*, AIFI, 2019.

Sulla base di quanto appena riportato, il *trend* appare evidente: in Italia, le imprese – a prescindere dalle proprie dimensioni – iniziano a rivolgersi a canali alternativi al credito bancario. Anche i dati di mercato pubblicati da Borsa Italiana sembrano confermare quanto appena riportato: sono 41 le nuove amissioni registrate nel 2019, di cui 35 IPO. A queste ultime, vanno aggiunto ben 6 *business combination*.

È opportuno ricordare infine che, in generale, con il termine apertura del capitale si intende l'apporto, in un'azienda, di “risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni”¹³. Poiché il tema verrà ampiamente discusso nei successivi capitoli, in questa sede ci si limiterà a sottolineare che la scelta della tipologia di strumento da utilizzare dipende soprattutto dalle caratteristiche dell'impresa e dagli obiettivi e dalle finalità che intende perseguire attraverso l'utilizzo delle nuove risorse. Inoltre, come evidenziato da diversi studi in materia, l'adozione di soluzioni di apertura del capitale, nel senso sopra descritto, al di là degli aspetti finanziari, ha comportato degli impatti positivi in termini di *corporate governance*, sistema di pianificazione e controllo gestionale, contabilità e più in generale di *accountability*.

1.3 Le imprese familiari

Un aspetto veramente peculiare che contraddistingue il sistema economico italiano, come ampiamente sottolineato dagli esperti di settore, è sicuramente l'assetto proprietario e organizzativo delle PMI definite “imprese familiari” (c.d. *family firm*). In Italia, infatti, la maggior parte delle imprese (circa il 75%, sulla base degli ultimi dati disponibili) risulta controllata e gestita da un membro della famiglia proprietaria¹⁴ e nello specifico tanto minori sono le dimensioni dell'impresa, tanto maggiore risulta essere la componente di controllo familiare.

Figura 2: Composizione delle imprese italiane. Dati aggiornati al 2019.

Classi di addetti	Totale imprese	Imprese controllate da una persona fisica o da una famiglia			
		Numero	%	Gestione manageriale (% imprese)	Passaggio generazionale tra il 2013 e il 2018 (% imprese)
3-9	821.341	642.069	78,2	-	8,0
10-49	187.734	123.239	65,6	2,6	12,1
50-249	21.101	10.772	51,0	9,2	14,7
250 e oltre	3.561	1.318	37,0	21,2	14,6
Totale	1.033.737	777.398	75,2	3,3	8,8

Fonte: ISTAT 2020.

¹³ Guida pratica al capitale di rischio, AIFI.

¹⁴ Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati, ISTAT, 7 febbraio 2020.

Nonostante gli studiosi abbiano fornito diverse definizioni di impresa familiare, essi sono unanimi nel ritenere che il fine ultimo dell'imprenditore fondatore sia quello di trasmettere alle generazioni future tutti gli strumenti necessari per poter, un giorno, detenere il controllo della società e portarne avanti con successo l'attività.

Le *family firm* hanno un ruolo cruciale nel panorama economico italiano, tuttavia, negli ultimi anni, hanno dovuto interfacciarsi – alla pari delle grandi imprese – con le conseguenze della crisi economica. Come verrà evidenziato in seguito, c'è chi sostiene che la maggior parte di esse abbia sentito la necessità di apportare dei cambiamenti strutturali all'interno dei propri assetti proprietari e di *governance*, per poter rimanere al passo con i principali *trend* mondiali.

Ciononostante, è stato dimostrato che le imprese familiari ad oggi presentino alcune evidenti criticità. Si riportano di seguito i principali fattori che contribuiscono a “*mettere a dura prova la loro capacità di resilienza*”¹⁵:

- possono esservi conflitti tra il *leader* e gli altri componenti della famiglia in merito alle decisioni e agli obiettivi futuri: secondo un'indagine condotta da Deloitte¹⁶, solo un terzo degli intervistati afferma di essere in accordo con quanto stabilito per la sorte della propria impresa;
- non è così scontato riuscire a trasmettere le proprie competenze ai familiari: molto spesso, infatti, si ritiene che il *leader* ignori il fatto che gli eredi possano non avere, per natura o per scelta personale, le qualità necessarie per gestire l'azienda di famiglia in maniera ottimale. Non bisogna inoltre dimenticare che, talvolta, non vi sono successori a cui affidare le redini della società;
- sovente l'imprenditore tende a porre sullo stesso piano – o, nei casi più gravi, a confondere – obiettivi aziendali e sentimenti. Può dunque accadere che alcune decisioni non siano supportate dalla *c.d.* razionalità economica, ma vengano dettate da affetto ed empatia. Questo, chiaramente, comporta delle complicazioni in termini di efficacia ed efficienza, perché vi è il rischio che vengano compiute delle scelte non ottimali per l'azienda (si pensi, ad esempio, al classico caso in cui l'imprenditore decide di non vendere l'azienda o di non affittarla a terzi);
- può accadere che parte dei componenti della famiglia non condivida i valori su cui si fonda l'azienda e sia in disaccordo con le regole di trasparenza e

¹⁵ Il passaggio generazionale e il *family business*, Deloitte, 2019.

¹⁶ *Global family business survey*, Deloitte, 2019.

responsabilità gestionale¹⁷ da essa dotate, fondamentali per qualsiasi sistema di *governance* solido;

- Secondo diverse analisi, quasi il 30% delle imprese familiari in Italia è guidato da un *leader* con più di 70 anni. Questo fattore è di fondamentale importanza perché potrebbe rappresentare un ostacolo all'innovazione. La riluttanza nei confronti del cambiamento, infatti, comporta delle implicazioni negative in termini di crescita e di *performance*;
- Maggiore è il numero di familiari e di interessi coinvolti, più è complicato preparare e implementare un piano strategico. La mancanza di un'organizzazione ottimale, in questo senso, genera sprechi di risorse ed energie;
- nonostante la tendenza ad adottare un orientamento di lungo termine, si ritiene che meno del 30% delle imprese presenti in Italia riesca a superare il terzo passaggio generazionale. Questo è dovuto principalmente al fatto che, solo in pochi casi, i *leader* decidono di predisporre *ex ante* un piano di successione scritto, il quale è invece essenziale per arginare i rischi e accrescere il valore dell'azienda.

A nostro avviso, è possibile aggiungere alle criticità sovraespresse, anche il fatto che, solitamente, nelle imprese a conduzione familiare i proprietari ricoprono i più alti ruoli manageriali, accentrando completamente il potere su se stessi o sul gruppo: ciò può rappresentare uno dei principali freni alla crescita dimensionale e, conseguentemente, alla possibilità di creare maggior valore.

La paura di perdere il controllo dell'azienda induce spesso i proprietari a rifiutare ausili esterni, ritenuti interferenze: secondo quanto riportato nel *survey* di Deloitte, infatti, solo il 34% degli intervistati dichiara di essere disposto a cedere la proprietà al fine di ottenere migliori risultati finanziari ed economici.

Un altro tratto distintivo delle imprese familiari è la *governance*, ossia la composizione dei Consigli di Amministrazione: gran parte di questi è composta *in toto* da membri della famiglia. Numerosi studi, per contro, hanno dimostrato che la presenza di consiglieri esterni rende le società meno avverse al rischio e al cambiamento e, di conseguenza, a consuntivo maggiormente redditizie. Questo è da ascrivere principalmente all'opportunità di introdurre all'interno dell'organo amministrativo soggetti dotati di

¹⁷ Una buona *governance* aiuta le imprese familiari a diventare *leader* internazionali, Guido Corbetta, Diritto Bancario, ottobre 2017.

competenze manageriali più specializzate e caratterizzati da indipendenza e obiettività di giudizio.

È altresì vero che la crisi iniziata nel lontano 2007 ha messo in discussione molte convinzioni autoreferenziali delle *business family*, anche per quanto riguarda la necessità di adottare strumenti di finanziamento alternativi, nella misura in cui gli stessi possano ritenersi utili per rafforzare le imprese di fronte alle continue sfide di un mercato sempre più competitivo. Ciò ha inciso anche sulle strategie adottate dalle proprietà in tema di passaggio generazionale. A differenza di un passato più o meno recente, infatti, hanno acquisito sempre maggior rilevanza quelle strategie che prevedessero apertura del capitale, attraverso cessioni di quote, fino a ipotesi sempre più frequenti di accesso al mercato dei capitali, di cui si tratterà in seguito.

1.4 Un'introduzione alle SPAC

Alla luce delle considerazioni riportate nei precedenti paragrafi circa la condivisa necessità, per molte PMI del nostro Paese, di trovare soluzioni di finanziamento alternative al credito bancario tradizionale, utili a supportare lo sviluppo e la crescita del proprio *business*, si analizzerà di seguito il fenomeno delle *Special Purpose Acquisition Company* (c.d. SPAC) che, a partire dagli ultimi anni, ha iniziato a diffondersi anche nel nostro Paese.

In generale, le SPAC sono veicoli di investimento che nascono per raccogliere risorse finanziarie tramite una *Initial Public Offering* (c.d. IPO), al fine di porre in essere l'acquisizione di una società, definita *target*, e di portare quest'ultima alla quotazione sul mercato azionario¹⁸.

1.4.1 Le origini

Per poter comprendere appieno le potenzialità di questo strumento – senz'altro innovativo nel contesto italiano, ma già consolidato in molti altri Paesi – è necessario prima di tutto approfondirne le origini.

Agli inizi degli anni Ottanta, in America, cominciarono a nascere le c.d. "*Blank Check Company*", società che venivano quotate in borsa senza essere dotate di uno specifico *business plan*, al fine di effettuare delle operazioni di fusione o acquisizione con altre società/entità/persone non ben identificate.

¹⁸ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

In virtù delle loro caratteristiche, risultava estremamente difficoltoso individuare le effettive intenzioni di tali società, all'interno del cui perimetro di attività rientravano anche le emissioni delle c.d. *penny stock*, titoli che, a causa del loro esiguo valore (il prezzo, infatti, era inferiore ai 5 dollari per azione e le attività tangibili nette non potevano superare i 5 milioni di dollari) venivano scambiati al di fuori dei mercati regolamentati (c.d. OTC¹⁹) e non erano sottoposti a nessuna specifica regolamentazione. Un'ulteriore problematica delle *penny stock* riguardava il fatto che fossero caratterizzate da una bassissima liquidità e da un elevato rischio di speculazione, poiché venivano offerte principalmente a investitori inesperti, le cui aspettative erano facilmente manipolabili, anche a causa di una totale mancanza di informazioni relativa agli emittenti. I *broker* in effetti avevano in questo modo la possibilità di gonfiare i prezzi delle azioni attraverso il famoso schema "*Pump and Dump*²⁰" e guadagnare ampi margini di profitto grazie alle commissioni che venivano applicate alle vendite.

A causa della mancanza di una specifica regolamentazione, le *Blank Check Company* vennero inizialmente contraddistinte da un elevato numero di episodi illeciti. Il *modus operandi* consisteva tipicamente nella loro registrazione presso la SEC²¹, con l'intento di distribuirne le azioni a qualsiasi *underwriter* ne fosse interessato e, successivamente, di vendere il titolo a investitori inconsapevoli, promettendo loro dei ritorni che non rispecchiavano assolutamente il valore di ciò che stavano acquistando. In alternativa venivano effettuati degli scambi repentini di azioni tra operatori in accordo tra loro, per fingere che esse fossero altamente liquide, quando in realtà risultavano essere davvero pochi i soggetti presenti sul mercato disposti ad acquistarle.

Nel tentativo di circoscrivere questo tipo di frodi e abusi, nel 1992 la SEC dovette intervenire con un nuovo *corpus* di norme: venne quindi emanato per primo il *Penny Stock Reform Act*, che aveva lo scopo di imporre una disciplina più stringente a *broker* e *dealer* in termini di informazioni sulla IPO da divulgare ai potenziali investitori e di regolamentazione sull'emissione dei titoli, permettendo altresì agli azionisti il diritto di recesso, e successivamente la *Rule 419*. Quest'ultima era volta da un lato ad arginare gli

¹⁹ Over The Counter. Trattasi di mercati non regolamentati.

²⁰ Con il termine *Pump & Dump* ci si riferisce ad una tipologia di frode che consiste nel far lievitare artificialmente il prezzo di un'azione a bassa capitalizzazione con l'obiettivo finale di vendere titoli azionari acquistati a buon mercato ad un prezzo superiore, Glossario, Borsa Italiana.

²¹ La *Securities and Exchange Commission* è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori.

obiettivi speculativi tipici delle *Blank Check Company* e dall'altro a tutelare i piccoli investitori. Vennero infatti introdotte importanti novità, di seguito sintetizzate²²:

- deposito di almeno l'80% dei proventi raccolti in fase di IPO su conto vincolato non disponibile agli amministratori prima del completamento della *business combination*;
- diritto di recesso e conseguente restituzione della propria quota di capitale agli azionisti;
- patrimonio netto dell'azienda *target* pari ad almeno l'80% dei proventi raccolti in sede di sottoscrizione;
- divieto di circolazione dei titoli emessi in fase di sottoscrizione dalle *Blank Check Company* fino al completamento dell'operazione;
- compilazione del *registration statement*, contenente i termini dell'offerta, da parte degli amministratori;
- approvazione dalla maggioranza dei soci dell'operazione proposta;
- termine temporale di 18 mesi entro cui procedere alla *business combination*;
- eventuale liquidazione della società e restituzione dei fondi agli azionisti qualora non si fossero rispettate le condizioni di cui sopra.

L'applicazione di queste riforme provocò un grande vuoto all'interno del mercato finanziario e, di conseguenza, comportò il ridimensionamento di molte *Blank Check Company* (comprese, s'intende, anche quelle sorte senza fini fraudolenti). Questo perché gli stringenti requisiti imposti dalla *Rule 419* resero praticamente impossibile, per queste società, poter concludere alcun tipo di operazione. Non solo: divenne anche molto difficile per il *management* conoscere il totale dei proventi da sottoscrizione disponibili, in quanto gli amministratori avevano il diritto di recedere dopo l'annuncio della *business combination*. Questo, di conseguenza, comportò delle difficoltà in termini di negoziazione con la società *target*.

Nel frattempo, con la ripresa economica dei primi anni '90, le piccole società, seppur prive delle caratteristiche richieste per effettuare una *IPO standard*, iniziarono a sentire la necessità di quotarsi in Borsa per poter accrescere le proprie dimensioni.

All'interno di questo particolare contesto normativo ed economico, grazie al contributo del fondatore della banca d'investimento *Early Bird Capital Inc.* David Nussbaum, supportato dallo studio legale *Graubard Miller*, viene inquadrata la nascita delle prime

²² Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?, Daniel S. Remer, Washington University School of Law, 2007.

SPAC “moderne”. L’idea fu sostanzialmente quella di creare un nuovo veicolo di investimento che, sul piano quantitativo, superasse i limiti imposti dalla *Rule 419*, affinché questa non vi potesse essere applicata, ma che allo stesso tempo rispettasse alcune delle disposizioni emanate dalla SEC – soprattutto in materia di tutela –, al fine di ricevere da questa l’approvazione e di rinnovare la fiducia tra gli investitori. Ne è un esempio l’obbligo – così come previsto dalla *Rule 419* – di depositare gran parte del capitale raccolto in fase di IPO in un *escrow* o *trust account*.

Le SPAC di Nussbaum, d’altro canto, presentavano molteplici caratteristiche che le discostavano dalle *Blank Check Company* descritte dalla *Rule 914*²³, tra le quali si annoverano le seguenti:

- i *warrant*²⁴ offerti agli investitori in sede di IPO potevano venir esercitati solo dopo la *business combination*;
- ai promotori era concessa la possibilità di scegliere, su base discrezionale, l’orizzonte temporale entro cui completare l’operazione;
- ai fini dell’approvazione della *business combination*, si faceva ricorso un processo a due stadi per cui, coloro che si dimostravano contrari all’operazione, avevano il diritto di effettuare un’elezione separata per convertire le proprie azioni;
- molti mercati borsistici (AMEX, NASDAQ e NYSE) iniziarono ad ammettere le SPAC ai propri listini. Questo permise ancor di più di differenziarle dalle *Blank Check Company*, il cui principale problema, come detto, era la negoziazione nei mercati OTC. Non solo: per poter essere quotate, esse furono sottoposte ad ulteriori requisiti in materia di redditività, storia operativa e *market value standard*, accrescendo in tal modo la propria *reputation* e credibilità.

In ogni caso, con l’introduzione della prima SPAC nel 2003, il mercato statunitense vide diffondersi sempre più questo particolare strumento di finanziamento.

²³ *Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations*, J. Murray, Review of Integrative Business & Economics Research, aprile 2017.

²⁴ 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*) e entro una scadenza stabilita, solitamente superiore all’anno, secondo un determinato rapporto (rapporto di esercizio), I warrant: cosa sono e come funzionano?, Borsa Italiana, novembre 2007.

Figura 3: SPAC statunitensi per anno di quotazione. Dati aggiornati al 13 marzo 2020.

Summary of Funds Raised			
Year	# of SPAC IPOs	Average IPO Size (mn)	Gross Proceeds (mn)
2020	13	\$294.6	\$3,830
2019	59	\$230.5	\$13,601
2018	46	\$233.7	\$10,750
2017	34	\$294.7	\$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	\$491
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	\$12,093
2006	37	\$91.5	\$3,384
2005	28	\$75.5	\$2,113
2004	12	\$40.4	\$485
2003	1	\$24.2	\$24
Total	401	\$181.8	\$72,908

Fonte: www.spacdata.com

A partire dal 2004, infatti, il numero di SPAC americane quotate sul mercato ha subito un forte incremento. Si rileva un arresto negli anni 2008-2010, dovuto molto probabilmente alla crisi finanziaria che, tuttavia, è stato superato già a partire dal 2011 con una ripresa costante della crescita. Attualmente sono 401 le SPAC quotate negli USA, con una raccolta di capitali pari a circa 73.908 milioni di dollari. Solo nel primo trimestre del 2020, infatti, si contano 13 IPO per un totale di 3.830 milioni di dollari raccolti²⁵.

1.4.2 La letteratura di riferimento

L'introduzione delle SPAC è stata oggetto di indagine da parte di molti studiosi internazionali, al fine di fornire un'analisi empirica circa le performance delle SPAC statunitensi dal 2003 in poi. Non tutti gli studi hanno adottato, tuttavia, le medesime modalità di indagine: *in primis* bisogna tenere presente che le ricerche sono state effettuate in differenti archi temporali e, di conseguenza, rispecchiano la struttura che la

²⁵ www.spacdata.com

SPAC presentava in quel preciso periodo; inoltre, data la recente diffusione di questo strumento e la conseguente difficoltà a reperire tutte le informazioni necessarie, si è in presenza di una limitata numerosità campionaria. Il paragrafo ha lo scopo di riportare brevemente, e in modo sicuramente non esaustivo, i principali contributi accademici offerti su questo tema presentati per anno di pubblicazione. Si precisa che in questa sede non si intendono indagare analiticamente i risultati che sono stati ottenuti poiché quelli di maggiore interesse a fini del presente elaborato verranno ripresi e discussi nel terzo capitolo.

Jog e Sun (2007)²⁶ valutano i rendimenti ottenuti da soci e investitori di diverse SPAC, dalla data di emissione fino alla data di post-acquisizione. Sulla base dei risultati ottenuti, essi confermano che i rendimenti del *management* siano di gran lunga superiori a quelli degli investitori.

Boyer e Baigent (2008)²⁷, dopo aver individuato alcuni elementi caratterizzanti le SPAC (trasparenza, basso livello di rischio per gli investitori e possibilità per il pubblico di accedere al mondo del *Private Equity*), affermano che esista una correlazione inversa tra mercato e SPAC: più questo è sano, più le aziende si rivolgeranno al mercato delle IPO tradizionali. Viene poi analizzato un campione di SPAC sorte tra giugno 2003 e dicembre 2006, al fine di individuare le principali caratteristiche delle operazioni, quali rendimenti, volumi, dimensioni dell'offerta, potenziale *underpricing* dell'IPO e *P/E ratio*. Uno dei risultati più significativi che i due studiosi ottengono è proprio relativo al fenomeno dell'*undepricing*: essi, infatti, osservano come nel campione questo risulti di gran lunga inferiore alla media di tutte le IPO tradizionali.

Lewellen (2009)²⁸ analizza un campione composto da 158 SPAC che tra il 2003 e il 2008 hanno completato la *Public Initial Offer*, al fine di capire se queste possano presentarsi come una valida alternativa di *asset class* e presentare maggiori rendimenti rispetto agli strumenti di finanziamento più tradizionali.

Jenkinson e Sousa (2009)²⁹ individuano all'interno di un campione di 43 società 20 "Good SPACs" e 23 "Bad SPACs". Il *paper* ha lo scopo di esaminare quale comportamento assuma il prezzo dell'azione dopo che è stata annunciata la *business combination* e alla data dell'assemblea volta a decidere le sorti dell'operazione. Per le *Good SPACs*, il prezzo

²⁶ Blank Check IPOs: A Home Run for Management, V. Jog & C. Sun, 2007.

²⁷ SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices, C. Boyer & G. Baigent, 2008.

²⁸ SPAC sas an Asset Class, S. Lewellen, 2009.

²⁹ Why SPAC investors should listen to the market, T. Jenkinson & M. Sousa, 2009.

risulta maggiore del pro-quota dei fondi vincolati già prima della data di annuncio della *business combination*. Per le *Bad SPACs*, invece, il prezzo dell'azione risulta inferiore circa del 98%. I due studiosi ritengono che un investitore razionale, se riuscisse a tenere presente tale divisione, potrebbe ottenere dei rendimenti significativi.

Tran (2009)³⁰ ha l'obiettivo di indagare se le SPAC siano in grado di acquisire le società *target* alle migliori condizioni contrattuali possibili. Per rispondere a tale quesito, sulla base di un campione di 3130 società, accomunate da specifici requisiti, egli analizza i rendimenti cumulati nei 3 giorni relativi all'*announcement date* e i rendimenti a lungo termine, per un periodo di tempo che va dai 2 giorni successivi all'annuncio fino al completamento della *business combination*. In entrambi i casi, si ottengono dei risultati migliori rispetto a quelli ottenibili attraverso l'adozione di altri veicoli di investimento. L'autore si concentra altresì sul premio pagato dalle SPAC e lo confronta con quello di altre società quotate, sostenendo che le prime riescano a ottenere un prezzo di acquisizione migliore delle seconde.

Floros e Sapp (2011)³¹ sono i primi autori a riconoscere il ruolo strategico, e non solo l'aspetto finanziario, delle SPAC. Essi sostengono infatti che tale strumento possa favorire lo sviluppo della società *target* tramite il processo di quotazione. Nel loro elaborato, dopo aver analizzato le performance medie di 111 SPAC, affermano che il rendimento a seguito dell'operazione risulti significativamente negativo per gli investitori.

Rodrigues e Stegemoller (2011)³², al fine di analizzare le evoluzioni organizzative delle SPAC dal 2003 al 2004, pongono la loro attenzione sul *financial contracting*. L'elaborato ha principalmente lo scopo di dimostrare che, diversamente da quanto accade in un'operazione di *Private Equity*, la SPAC offre agli investitori – anche non qualificati – diritto di *voice* e di *exit*, nonché l'accesso a tutte le tipologie di fondi. Non solo: gli autori suddividono le società in SPAC di prima, seconda e terza generazione, sottolineando come quelle più recenti abbiano adottato un approccio che permette loro di ridurre i comportamenti opportunistici da parte dei soci. L'organizzazione di queste SPAC, infatti, non prevede il voto degli investitori in assemblea, ma solo il diritto di recesso tramite una *tender offer*.

³⁰ Blank Check Acquisitions, A. Tran, 2009.

³¹ Shell Games: On the Value of Shell Companies, I. Floros & T. Sapp, 2011.

³² Exit, voice and reputation: the evolution of SPACs, U. Rodrigues & M. Stegemoller, 2014.

Cumming (2012)³³, nella sua analisi, si concentra sui possibili fattori che possono influenzare l'approvazione di una *business combination*. In particolare, egli identifica la composizione dell'azionariato e la presenza di banche d'affari/*broker* con esperienza gli elementi principali per il buon esito dell'assemblea destinata a decidere le sorti dell'operazione. Per quanto riguarda il primo punto, egli sostiene che la probabilità di approvazione sarà maggiore qualora gran parte delle azioni siano in mano ai *promoter*.

Datar (2012)³⁴ identifica le principali caratteristiche che differenziano le SPAC dalle IPO. Più precisamente, le SPAC tendono ad acquisire *target* peggiori, in termini di redditività, dimensioni, prospettive di crescita, investimenti e *solvency*, rispetto alle IPO. L'andamento operativo, invece, risulta in linea con quello delle *Initial Public Offer*. Sul fronte dei rendimenti azionari, infine, i suoi studi registrano dei ritorni negativi per le SPAC arrivate alla *business combination*.

Lakicevic e Vulcanovic (2013)³⁵, come alcuni degli autori precedentemente descritti, si concentrano sull'analisi delle performance delle SPAC americane, suddividendole in due campioni in base all'anno di nascita. Un aspetto interessante su cui si focalizza il loro elaborato riguarda gli eventuali cambiamenti strutturali delle società analizzate: essi sostengono infatti che i titoli emessi dalle SPAC abbiano reazioni differenti qualora venga annunciata l'intenzione di cambiare *corporate status*.

Kolb e Tykvová (2014)³⁶ analizzano i dati di 114 SPAC il cui processo di acquisizione si è concluso entro il 2013, al fine di confrontarne i risultati con quelli ottenuti dallo studio di 1.555 IPO appartenenti allo stesso arco temporale. Ciò che emerge è che le potenzialità delle SPAC, seppur evidenti, vanno sapute sviluppare nel modo più corretto affinché l'operazione possa risultare profittevole per tutti gli attori coinvolti. Viene inoltre affermato che tal strumento sia vantaggioso principalmente per le aziende di piccole dimensioni, caratterizzate da alti livelli di *leverage ratio* e, quindi, maggiormente rischiose. Proprio per tale motivo, gli autori sostengono che, difficilmente, esse potranno attrarre società *target* e investitori tipici delle IPO tradizionali.

Dimitrova (2017)³⁷ evidenzia come, tra le SPAC statunitensi analizzate, quelle con *performance* peggiori abbiano annunciato la conclusione dell'operazione in prossimità della scadenza contrattualmente stabilita per il completamento della *business*

³³ The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs, D. Cumming, 2012.

³⁴ Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs, V. Datar, 2012.

³⁵ A story on SPACs, M. Lakicevic & M. Vulcanovic, 2013.

³⁶ Special Purpose Acquisition Company – Are They an Alternative to IPOs?, J. Kolb & T. Tykvová, 2014.

³⁷ Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor’s man private equity funds”, L. Dimitrova, 2017.

combination. Questo suggerisce che i *promoter*, in prossimità della *deadline*, siano spinti a effettuare qualsiasi tipo di acquisizione, anche di bassa qualità, pur di evitare la liquidazione della SPAC. Si rileva inoltre che la *performance* peggiori anche qualora l'operazione preveda il pagamento "differito" di *fee* e commissioni al completamento della fusione. Di contro, il coinvolgimento di uno *sponsor* nella *governance* della società risultante dalla fusione, pare contribuisca al miglioramento della *performance* a lungo termine.

1.5 Vantaggi e svantaggi dello strumento

Alla luce di quanto esposto finora, è chiaro che le SPAC possano rappresentare uno strumento valido per tutte quelle aziende che intendono quotarsi in Borsa, ma che non possiedono le caratteristiche adatte per farlo in maniera "autonoma". Presa consapevolezza della loro indubbia utilità, dunque, si rileva che le SPAC presentino una serie di vantaggi, ma anche di svantaggi, che verranno elencati in questa sede.

1.5.1 I vantaggi

Gli esperti sostengono che la diffusione di questo strumento sia da attribuirsi ai suoi molteplici aspetti positivi. Si ritiene infatti che uno dei fattori che ha portato all'apprezzamento della SPAC sia il contemperamento di tutti gli interessi in gioco: se spesso, infatti, uno dei principali problemi di un'operazione di M&A è il rallentamento del progetto a causa delle continue discordanze tra gli attori coinvolti, nel caso della SPAC promotori, investitori e imprenditori agiscono in maniera coesa per arrivare a un obiettivo comune, ossia la realizzazione della *business combination*. In effetti, l'allineamento degli obiettivi è facilitato grazie all'estrema trasparenza che caratterizza l'intero processo. Poiché le SPAC di nuova formazione vengono quotate – come verrà descritto nel successivo capitolo – mediante un *iter* relativamente più semplice e veloce, esse devono sottostare a molteplici obblighi imposti dagli organismi di Borsa. Tra questi si annoverano il deposito dei bilanci e la pubblicazione di qualsiasi evento possa essere rilevante ai fini dell'operazione in essere. A conferma di quanto appena esposto, si evidenzia che, nella maggior parte dei casi, è la SPAC stessa ad auto-imporre restrizioni sull'operatività propria e degli amministratori, al fine di salvaguardare gli investitori e le risorse da loro apportate in sede di IPO³⁸.

³⁸ Le SPAC approdano in Italia, G. Gagliardi, 2011.

L'allineamento di obiettivi e interessi, inoltre, comporta una serie di vantaggi per tutti i soggetti coinvolti³⁹.

Agli **investitori** – ossia i sottoscrittori delle azioni nella fase di IPO – in particolare, la SPAC offre molteplici vantaggi, di seguito sintetizzati:

- gli investitori non hanno nessun costo ingente da sostenere: la mancanza di *fee* o commissioni da pagare ai promotori per la loro attività, infatti, è uno degli elementi che più contraddistingue la SPAC dagli altri principali strumenti di finanziamento. I *promoter*, inoltre, saranno incentivati a portare a termine l'operazione con successo, perché solo in quel caso otterranno una remunerazione;
- gli investitori hanno la facoltà di recedere qualora la società *target* identificata non soddisfi appieno i loro interessi, a patto che ciò accada prima dell'inizio della *business combination*. Non solo: oltre al diritto di recesso – disciplinato dal Codice Civile – essi verranno rimborsati di quanto avevano investito. Viene quindi definita un'operazione a basso rischio perché, come verrà discusso nel prosieguo dell'elaborato, le azioni degli investitori vengono sottoscritte in una società “vuota”, costituita solo in vista della *business combination*. È con l'annuncio dell'operazione, infatti, che le azioni possono subire delle oscillazioni e, di conseguenza, essere caratterizzate da volatilità;
- l'orizzonte temporale, seppur inizialmente incerto riguardo alla data della *business combination*, risulta limitato se paragonato ai canonici 12 anni delle operazioni di *private equity*. Sono necessari, infatti, al massimo 24 mesi, conclusi i quali l'aggregazione aziendale può avere, alternativamente, un esito positivo – con quotazione in Borsa – o un esito negativo, a causa del quale la SPAC verrà posta in liquidazione;
- i *promoter* hanno il compito di portare a termine la negoziazione della *business combination*: in tal modo, gli investitori non professionali verranno tutelati dalla presenza di professionisti incaricati di stipulare il *deal* con la società *target*;
- gli esperti ritengono inoltre che la SPAC sia caratterizzata da un elevato livello di liquidità: gli investitori, infatti, possono decidere di disinvestire sia a *business combination* avvenuta – esercitando il diritto di recesso –, sia in pendenza della stessa. In quest'ultimo caso, essi potranno – alternativamente – recedere

³⁹ Per la definizione dei vantaggi relativi ai diversi soggetti coinvolti si veda “Lo sviluppo della SPAC in Italia”, *Op. cit.*

dall'investimento o vendere le azioni sul mercato, accollandosi però il rischio di realizzare un'eventuale perdita, dovuta alle variazioni di prezzo.

Si ritiene che i **promotori** abbiano il vantaggio di ottenere un ritorno economico non indifferente sull'operazione e la possibilità di concludere la *business combination* a un prezzo inferiore di quello di mercato, ottenendo in tal modo uno sconto che comporta la rivalutazione del titolo. La SPAC, tuttavia, consente ai promotori di ricevere un guadagno anche in termini reputazionali: l'utilizzo di elevate competenze nella ricerca dell'investimento e nel reperimento delle risorse necessarie, l'impegno e la serietà, infatti, consentono una maggior visibilità nel mercato.

È stato infine dimostrato come la SPAC possa offrire diversi vantaggi anche alle **società target**. Più precisamente:

- la SPAC apporta un'ingente quantità di capitale all'impresa, in cambio di una partecipazione di minoranza. Come rilevato nei precedenti paragrafi, questo tipo di reperimento delle risorse rappresenta una valida alternativa per tutte quelle società che, in un contesto economico così fragile, hanno sempre maggiori difficoltà ad accedere al credito bancario;
- il processo di quotazione della società *target* risulta "*meno incerto negli esiti e più facilitato*" rispetto al tradizionale processo di quotazione tramite IPO. Poiché tale argomento verrà ampiamente discusso nel successivo paragrafo, in questa sede si è volutamente deciso di non proseguire oltre con la trattazione;
- all'imprenditore, in quanto proprietario della società *target*, viene offerta l'opportunità di operare liberamente, con il solo limite di sviluppare l'azienda così come annunciato al mercato. Egli ha inoltre a disposizione le competenze tecniche e dirigenziali dei promotori, che offrono il loro contributo per la buona riuscita dell'operazione. Dal canto loro, in caso di disaccordo in merito alla strategia adottata, gli investitori possono decidere di sciogliere il vincolo con l'imprenditore in qualsiasi momento, vendendo – come già detto – le proprie azioni.

In virtù di tali premesse, si è rilevato che gli imprenditori accettino sempre di buon grado la presenza dei promotori all'interno della *governance* aziendale e della compagine sociale.

1.5.2 Gli svantaggi

Nonostante i molteplici vantaggi sopraenunciati, alcuni studiosi ritengono che le SPAC presentino anche degli aspetti negativi⁴⁰.

Si evidenzia, innanzitutto, una certa difficoltà nell'individuare concretamente l'oggetto della aggregazione aziendale, in quanto la ricerca della società *target* viene avviata solo dopo aver reperito le risorse necessarie, mediante la sottoscrizione da parte degli investitori. Questi, in aggiunta, potrebbero dimostrare delle perplessità, sia in merito alla totale mancanza di diversificazione dell'investimento sia a causa della limitata liquidità delle azioni prima dell'annuncio della *business combination*. Qualora, poi, quest'ultima non venga conclusa, l'investimento iniziale potrebbe subire una perdita di valore che si aggira attorno al 15%. Sempre in caso di insuccesso dell'operazione, inoltre, il ritorno economico per gli investitori risulta essere pressoché nullo, poiché viene loro rimborsato semplicemente il capitale inizialmente investito. Con esito positivo della *business combination*, invece, i soci subiscono una diluizione del 20%, a favore dei *promoter*.

Si rileva inoltre che, nonostante l'orizzonte temporale limitato caratteristico delle SPAC possa presentare un vantaggio, vi è altresì il rischio che i promotori compromettano la qualità della ricerca della società per poter rientrare nelle scadenze prestabilite.

Dal lato dei soci della *target*, infine, vi è la consapevolezza che gli azionisti potrebbero decidere di non approvare la realizzazione dell'operazione.

1.6 Un confronto con i principali strumenti di finanziamento alternativi

Molti autori ritengono che le SPAC, in virtù delle loro caratteristiche, rappresentino una sorta di strumento ibrido, a metà strada tra i due principali metodi di apertura del capitale – l'IPO tradizionale e la quotazione in borsa tramite operazione di *private equity* – e, di conseguenza, possano essere una valida alternativa per le piccole e medie imprese che intendono essere ammesse al listino di Borsa Italiana.

1.6.1 SPAC vs IPO tradizionale⁴¹

In linea teorica, come sottolineato da Fumagalli, la SPAC potrebbe rappresentare “*un percorso di apertura del capitale più veloce, più economico e meno stressante*”⁴² rispetto al

⁴⁰ Per la definizione degli svantaggi relativi alle SPAC si veda “Le SPAC approdano in Italia”, *Op. cit.*

⁴¹ Nel confronto tra SPAC e IPO si fa riferimento al testo di Fumagalli “Lo sviluppo delle SPAC in Italia” (*Op. cit.*), al *paper* “Going public through the back door” (*Op. cit.*), Emmb & Incec e al *paper* “Special Purpose Acquisition Companies – Are they an Alternative to IPOs?” (*Op. cit.*)

collocamento mediante IPO tradizionale. Sebbene, infatti, il fine ultimo di entrambi i processi sia quello di raccogliere le risorse necessarie per permettere, alle aziende che ne fanno di ricorso, di raggiungere degli obiettivi di crescita sostenibili nel lungo termine e di aprire il capitale di rischio agli investitori, la letteratura di riferimento – nazionale e internazionale – ha dimostrato che le SPAC presentano delle differenze sostanziali rispetto alle classiche IPO⁴³ e che, sotto alcuni punti di vista, il loro utilizzo consente di superare alcuni limiti di quest'ultime. Ciononostante, sebbene il fine ultimo – come appena accennato – sia il medesimo per entrambe le tipologie di operazioni, l'oggetto delle stesse è molto differente: la SPAC, infatti, è un veicolo spesso paragonato a una “scatola vuota”, in quanto privo di *asset*, mentre l'IPO tradizionale ha per oggetto società strutturate e operative.

Per gli esperti del settore, uno dei principali punti a favore della SPAC è la velocità con cui l'impresa può concludere il processo di quotazione: se, da un lato, l'IPO è caratterizzata da un *iter* molto lungo e complesso, dall'altro la SPAC, mediante la *business combination*, permette alla società *target* una quotazione quasi immediata – seppur indiretta – che coincide con la finalizzazione della operazione stessa e che avviene, appunto, con una società già quotata sul mercato.

Un'altra differenza non trascurabile che emerge nel confronto tra SPAC e IPO riguarda il collocamento delle azioni tra il pubblico degli investitori. Come riportato nel testo di Fumagalli, infatti, nelle IPO *standard* vi è sempre la necessità di un intermediario finanziario, solitamente rappresentato da una banca d'affari. Questo perché, in genere, la sua presenza permette di superare il problema della asimmetria informativa tra investitori e società emittente, garantendo la qualità e la bontà dell'operazione, grazie anche alla propria *reputation*. Gli intermediari, infatti, avendo rapporti continuativi con gli investitori – si pensi, ad esempio, alle attività di *brokerage* sul mercato secondario – hanno tutto l'interesse ad evitare comportamenti di azzardo morale e, di conseguenza, a migliorare la propria credibilità. Si afferma che esista una sorta di fiducia tra banca d'affari e clientela: fiducia, questa, che non si avrebbe se operasse in prima persona la

⁴² Lo sviluppo delle SPAC in Italia, *Op. cit.*

⁴³ L'offerta pubblica iniziale (meglio conosciuta come IPO) rappresenta lo strumento mediante cui una società diffonde i propri titoli tra il pubblico di investitori (*c.d. flottante*), al fine di ottenere la quotazione sul mercato regolamentato. Il processo risulta essere molto lungo e complesso, essendo caratterizzato dalle seguenti fasi: decisione strategica relativa alla convenienza della quotazione e alle sue modalità, individuazione degli intermediari da affiancare all'impresa nell'offerta pubblica, emissione del prospetto informativo e decisione del prezzo dell'offerta, collocamento dei titoli, quotazione in borsa. Vengono coinvolti, inoltre, molteplici soggetti, tra i quali vanno ricordati: società emittente, *sponsor*, *advisor* finanziario, studi legali e membri del consorzio di collocamento, Glossario, Borsa Italiana.

società *quotanda*, la quale – non avendo interesse a tornare sul mercato subito dopo la quotazione – potrebbe assumere comportamenti opportunistici al fine di offrire agli investitori un’immagine eccessivamente ottimistica della propria situazione economico-finanziaria.

Direttamente collegata a quanto appena esposto, vi è la tematica del *pricing*: in un’IPO, infatti, l’intermediario finanziario – che, nella fase di *pre-marketing*⁴⁴, assume il ruolo di *bookrunner*⁴⁵ – ha il compito di raccogliere le opinioni dei potenziali investitori istituzionali in merito ai titoli da emettere. In tal modo, egli può individuare un *range* di prezzo, all’interno del quale verrà successivamente stabilito il prezzo di collocamento vero e proprio. Si ritiene che tale processo presenti comunque elevati livelli di rischio e volatilità, in quanto potrebbe accadere che, una volta avviata l’IPO, non si riescano a ottenere ordini sufficienti in termini di quantità o di prezzo. Il conseguente abbandono dell’operazione, evidentemente, implica per la società dei danni non solo economici, ma anche reputazionali.

Per quanto riguarda le SPAC, invece, è agli stessi promotori della *business combination* che spetta l’onere di individuare il possibile investimento e di dare il via al processo di negoziazione del prezzo. Queste fasi, diversamente da quanto accade in un’IPO, avvengono in un periodo anteriore all’annuncio *della business combination* e permettono quindi di evitare il rischio di rifiuto in assemblea da parte degli azionisti.

La figura dell’intermediario continua a persistere anche nel momento dell’individuazione dell’alternativa di investimento da perseguire: la differenza sostanziale, sottolinea Fumagalli, consiste nel fatto che il suo coinvolgimento è circoscritto solamente alle fasi di quotazione della società sui mercati regolamentati e di *fund raising*. Nel momento della *business combination* – che viene definita la vera e propria IPO di una SPAC – egli infatti offre un contributo marginale, assumendo semplicemente il ruolo di *equity researcher*.

Carlotti⁴⁶ evidenzia inoltre che la negoziazione professionale lasciata ai promotori permetta una maggior tutela degli investitori per ciò che concerne l’insorgere di sopravvenienze passive o insussistenze attive. Tale protezione è possibile grazie al meccanismo delle *Reps & Warranties* – clausole di garanzia mediante le quali il venditore

⁴⁴ Fase che precede l’asta di apertura o di chiusura sui mercati regolamentati durante la quale gli operatori autorizzati immettono, modificano e cancellano le loro proposte di negoziazione, Glossario, Borsa Italiana.

⁴⁵ Intermediario che si occupa del processo di *bookbuilding* in un’operazione di collocamento, Glossario, Borsa Italiana.

⁴⁶ Lo sviluppo delle SPAC in Italia, *Op. cit.*

garantisce al cliente che la società *target* predisponesse di una sufficiente consistenza patrimoniale – e di *reverse earn-out* – clausole che vincolano il pagamento di parte del prezzo all’ottenimento di un determinato risultato o al verificarsi di una particolare condizione.

In un’IPO tradizionale, il *book* viene creato attraverso le scelte discrezionali del *bookrunner*, il quale, analizzando differenti fattori – che spaziano dalla tipologia di investitore alla diversificazione geografica – compone il flottante e permette altresì a soci e società *quotanda* di avere la visibilità degli investitori. Si ritiene che nella SPAC ciò non accada perché, essendo la *business combination* stessa l’IPO vera e propria, le allocazioni effettuate in precedenza possono subire delle modifiche senza venire controllate né dai soci né dal *management*. Il risultato è, di conseguenza, quello di dover accettare obbligatoriamente un flottante di cui non si conosce appieno la composizione.

Nel confronto tra IPO e SPAC merita un accenno anche il tema dell’*underpricing*⁴⁷: se, infatti, in un’IPO tradizionale l’*underpricing* è un fattore predominante, è stato dimostrato da molti studi che nella SPAC sia prossimo allo zero. La motivazione principale di tale differenza risiede nella mancanza di asimmetria informativa, sia in termini prezzo – che, come già accennato, non è caratterizzato da volatilità prima dell’annuncio della *business combination* – sia in termini di risorse raccolte, le quali devono essere depositate all’interno di un *escrow account*.

Un aspetto che viene ritenuto a favore della SPAC è la sua economicità: il suo processo di quotazione, come più volte evidenziato, sembra essere molto più rapido e snello rispetto a quello di un’IPO; venendo meno il supporto di un intermediario finanziario, inoltre, le *fee* e le commissioni pagate ai promotori sono pressoché nulle.

Un interessante contributo in merito all’analisi delle differenze tra SPAC e IPO è quello offerto da Kolb e Tykvov⁴⁸. I due autori individuano alcuni fattori ritenuti indispensabili nella determinazione della scelta tra IPO classica e SPAC.

- le SPAC vengono preferite alle IPO nei periodi di elevata **volatilità** del mercato. Questo perché – come già detto – rappresentano un investimento *risk-free*, grazie alla loro breve durata e alla possibilità, offerta agli investitori, di esercitare il diritto di recesso;

⁴⁷ Fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO, che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione. L’emittente accetta dunque uno “sconto” (*c.d. money left on the table*) per trovare investitori, Glossario, Borsa Italiana.

⁴⁸ Special Purpose Acquisition Companies – Are they an Alternative to IPOs?, J. Kolb & T. Tykvova, 2014.

- le SPAC, in virtù della loro maggior liquidità, permettono dei livelli di *cash-out* più elevati agli azionisti, i quali non sono costretti a disinvestire le proprie azioni vendendole sul mercato – generando una percezione negativa della società – ma possono, come già evidenziato, ottenere il rimborso del proprio investimento “in contanti”;
- le società che accedono alla quotazione tramite SPAC hanno un *market-to-book ratio*⁴⁹ più elevato. Kolb e Tykvova affermano che questo comporti livelli molto bassi di redditività futura. Diversi studi⁵⁰ hanno infatti evidenziato che le piccole aziende, con *market-to-book ratio* elevati, vengono reputate dal mercato più rischiose, poiché presentano una capacità reddituale prospettica maggiormente volatile;
- le aziende economicamente e finanziariamente più solide tendono a preferire il processo di quotazione tramite IPO. La SPAC è infatti un’alternativa adottata principalmente dalle piccole e medie imprese, che non possiedono né i requisiti né le risorse per poter accedere al mercato mediante un *Initial Public Offering*;
- le imprese con alti livelli di indebitamento tendono a preferire la quotazione tramite SPAC anziché tramite IPO. Il motivo è riconducibile alla volontà di ridurre il *debt ratio* accedendo al mercato dei capitali. Il motivo appena enunciato, inoltre, induce gli autori ad affermare che la SPAC rappresenti un metodo di apertura del capitale utilizzato dalle *low quality firm*;
- le società *target* di una SPAC sono di dimensioni molto ridotte rispetto a quelle che si quotano tramite IPO. Ciò è dovuto all’impossibilità, nel caso della SPAC, di rivolgersi a sottoscrittori altamente qualificati e di sostenere i costi che un’IPO comporta.

1.6.2 SPAC vs *Private Equity*⁵¹

SPAC e *Private Equity*⁵² presentano molteplici analogie, tanto che spesso la prima viene definita l’*upgrade* del secondo, ma anche molte differenze, che verranno trattate nel prosieguo di questo paragrafo.

⁴⁹ Rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto, Glossario, Borsa Italiana.

⁵⁰ Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento, C. Zara, Egea, 2005.

⁵¹ Nel confronto tra SPAC e *Private Equity* si fa riferimento al testo “Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione” di G. Gigante e A. Conso, al documento “Le SPAC italiane: confronto con l’esperienza USA e con altre forme di investimento in aziende non quotate” di N. Pegoraro e al testo “Lo sviluppo della SPAC in Italia”, *Op. cit.*

⁵² Attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo, Glossario, Borsa Italiana.

Innanzitutto, come sottolineato da Pegoraro – e analogamente a quanto detto per l'*Initial Public Offering* – la SPAC ha un orizzonte di investimento molto più limitato rispetto a quello di un fondo di private equity. Per quest'ultimo, infatti, si stima un periodo che oscilla tra i 4 e i 10 anni, con l'eventualità – non così remota – di estendere il rimborso agli investitori.

Gli esperti ritengono che un ulteriore vantaggio delle SPAC risieda nel suo alto livello di liquidità: come noto, gli investitori possono effettuare il *way-out* dall'investimento in qualsiasi momento, perché la partecipazione dell'investitore è rappresentata da azioni e *warrant*, ossia strumenti finanziari quotati. La stessa caratteristica non è attribuibile al Private Equity, poiché le quote di fondi non sono negoziabili prima della scadenza, in quanto l'eventuale cessione o riacquisto da parte di altri soci presuppone una serie di autorizzazioni difficili da ottenere da parte del *general partner*.

Per gli investitori delle SPAC, al contrario di quelli del fondo, si rileva l'assenza del regime dei richiami: essi, infatti, sono tenuti a versare il totale delle risorse investite in sede di sottoscrizione. D'altro canto, tuttavia, hanno l'onere di sopportare il costo-opportunità derivante dalla tipologia di investimento: prima che avvenga la *business combination*, infatti, i fondi raccolti non vengono impiegati in alcun modo. Tale costo non risulta comunque di grande rilievo considerata l'elevata liquidità di cui si accennava in precedenza.

Sicuramente rilevante nel confronto tra SPAC e Private Equity è il tema della remunerazione dei *promoter*: si ritiene che i promotori delle SPAC, a differenza di quelli di un fondo, non vengano remunerati tramite commissioni o *fee*. Poiché, infatti, è da loro che dipende il buon esito dell'operazione, essi otterranno un ritorno economico solo quando quest'ultima verrà conclusa con successo. Questo comporta altresì un maggior allineamento degli interessi rispetto a quanto accade tra gli attori di un fondo di Private Equity. Parimenti, Fumagalli evidenzia come non esistano costi continuativi – quali le *management fee* – da sostenere una volta entrati nell'investimento. In un fondo di *Private Equity*, invece, tali commissioni si attestano nell'ordine del 2% annuo.

Se poi, da un lato, alla SPAC viene criticata la totale assenza di diversificazione del proprio investimento, dall'altro le viene riconosciuto un elevato livello di trasparenza: divenendo una società quotata, la *target*, infatti, è sottoposta alla regolamentazione dei mercati borsistici e il suo acquisto deve essere approvato dall'assemblea degli azionisti. In un fondo, invece, i *promoter* – pur sottostando, s'intende, alle direttive di Borsa Italiana – si limitano a fornire una relazione *ex post* di quanto svolto.

Gli investitori di una SPAC, contrariamente a quelli di un fondo, hanno diritto di *voice* sulle proposte del *management* e facoltà di *exit*. In merito alla prima caratteristica, si fa presente che, in un'operazione di *Private Equity* è sempre richiesta la presenza del c.d. *advisory board*, il cui compito è principalmente di tipo consultivo e autorizzativo, soprattutto per quanto riguarda le operazioni con parti correlate.

Per quanto concerne la tematica delle operazioni di minoranza, approfondita da Fumagalli, nei fondi di *Private Equity* spesso, quando si rilevano delle quote di minoranza, viene garantita l'*exit* dall'investimento mediante la stipulazione di patti parasociali⁵³. Tali accordi impongono tuttavia, "*rigidi requisiti di corporate governance, con diritti di veto in capo alla minoranza che si riserva l'ultima parola in merito a operazioni straordinarie e investimenti strategici*"⁵⁴. Questo ostacolo può essere facilmente superato intraprendendo la strada della SPAC: qui, infatti, la *target* colloca ugualmente una minoranza, ma non è vincolata in alcun modo a questa da patti parasociali. In aggiunta, tale operazione non sarà caratterizzata dalla tipica incertezza valutativa di un'IPO e l'imprenditore non dovrà sostenere alcun costo di collocamento.

Un'ultima differenza, analizzata dagli autori Gigante e Conso, è relativa alle modalità di raccolta del capitale di rischio. Sebbene, infatti, entrambi gli strumenti abbiano come punto di arrivo "*la raccolta di un patrimonio presso una pluralità di investitori*", attraverso l'implementazione di un piano ben definito, la SPAC presuppone un investimento nel capitale di rischio di una società non quotata. Un'operazione di *Private Equity*, invece, effettua la raccolta del patrimonio presso il pubblico mediante la costituzione di un OICR (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio) e, in tal modo, attua la *c.d.* gestione in monte: le risorse raccolte confluiscono in un fondo comune – di *Private Equity*, appunto – al fine di ripartire equamente tra tutti i partecipanti, in proporzione alle quote, i rendimenti che scaturiscono dalla gestione.

Per quanto riguarda, infine, i punti in comune, si rileva che entrambe le operazioni vengono affidate a gestori competenti e altamente specializzati. In nessun caso, inoltre, è

⁵³ Si definiscono tali i patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:

a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;

b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;

c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

Art. 2341-bis, Codice Civile.

⁵⁴ Lo sviluppo delle SPAC in Italia, *Op. Cit.*

possibile individuare *ex ante* la società *target*. Essa verrà identificata solo dopo il reperimento delle risorse necessarie all'investimento. In entrambi i casi, infine, il *management team* investe nell'iniziativa.

CAPITOLO 2. IL CICLO DI VITA E LE CARATTERISTICHE DELLA SPAC

2.1 *Special Purpose Acquisition Company*: caratteri generali

Come già accennato nel precedente capitolo, la *Special Purpose Acquisition Company* è un veicolo di investimento, privo di *asset* (da qui la tipica definizione di “scatola vuota”), che viene costituito con l’unico scopo di acquisire un’altra società, chiamata *target*, da condurre alla quotazione.

Sebbene la sua diffusione nel mercato statunitense risalga al secolo scorso, in Europa la SPAC viene inaugurata solo nel 2005, con la quotazione di International Metal Enterprise Inc. sull’AIM londinese. In Italia, invece, il fenomeno risulta ancora più recente: è soltanto nel 2011 che Borsa Italiana dà il benvenuto a Italy 1 Investment SA.

Il presente capitolo ha lo scopo di descrivere il funzionamento delle SPAC italiane – dalla creazione fino alla *business combination* vera e propria – e il ruolo dei principali attori coinvolti. Si offrirà, inoltre, una panoramica del mercato italiano e della normativa di riferimento, nonché degli aspetti contabili.

2.2 Il funzionamento

Le SPAC sono strumenti di finanziamento utilizzati in molteplici Paesi, ciascuno dei quali è caratterizzato da giurisdizioni e mercati azionari diversi. Ciononostante, Fumagalli⁵⁵ ritiene sia possibile delineare alcuni meccanismi di funzionamento comuni a tutte le forme tecnico-giuridiche che andranno successivamente a concretizzarsi.

In generale, infatti, la SPAC nasce dalla volontà di alcuni soggetti – solitamente i *promoter*, ma può accadere altresì che l’idea nasca dagli *sponsor*⁵⁶ – di costituire una società (la SPAC, appunto) sottoscrivendo del capitale. Parte delle risorse apportate, definite *capital at risk* e *working capital*, vengono utilizzate rispettivamente per sostenere le spese di IPO e per il funzionamento della società neocostituita. Qualora l’operazione non vada a buon fine, quindi, andranno perdute. Al *management team*, costituito dagli stessi promoter, inoltre, spetta l’amministrazione vera e propria del veicolo.

⁵⁵ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

⁵⁶ Intermediario cui spetta il compito di accompagnare una società emittente nell’*iter* di quotazione, garantirne l’affidabilità del *business plan* e agevolare i contatti con analisti e investitori, Glossario, Borsa Italiana.

Una volta creata, la SPAC viene quotata tramite una *Initial Public Offering*⁵⁷ sui mercati regolamentati. L'obiettivo di questa fase – così come specificato dallo Statuto nella sezione riguardante l'oggetto sociale – è aprire il proprio capitale a un largo pubblico di investitori per raccogliere ulteriori risorse finanziarie da destinare all'implementazione della *business combination*.

Ai sottoscrittori delle azioni di una SPAC vengono solitamente offerte le c.d. *Unit*, ossia titoli "ibridi" composti da azioni e uno o più warrant. Poiché il tema verrà ampiamente discusso nel quinto paragrafo del presente capitolo, in questa sede ci si limiterà ad anticipare che le *unit* vengono inizialmente scambiate nel loro complesso e che, solo successivamente, avviene il distacco delle due *securities*.

La quotazione, in ogni caso, non può concretizzarsi prima che gli *underwriter* pubblichino il prospetto di ammissione da sottoporre all'approvazione della Consob, mediante il quale il *management team* annuncia al mercato la volontà di effettuare un'IPO. Il documento, da redigere in conformità a quanto stabilito dall'Organo di Vigilanza, deve contenere una panoramica della società principalmente in termini di attività svolta, obiettivi ricercati, eventuali conflitti di interessi e fattori di rischio.

Il processo di quotazione di una SPAC è ritenuto più semplice rispetto a quello di società analoghe, poiché caratterizzato da una maggior semplicità di determinazione del prezzo delle azioni (*pricing*): in questo caso, infatti, il valore dell'entità è rappresentato soltanto dalla liquidità apportata in sede di costituzione e, di conseguenza, risulta di facile identificazione.

Una delle principali caratteristiche di questo strumento, come già accennato nel precedente capitolo, è l'utilizzo di alcuni meccanismi – quali fondi vincolati, *trust* o *escrow account* – volti a proteggere i capitali raccolti in fase di IPO e a evitare che il *management team* ne abbia immediata disponibilità. Questi, infatti, potranno accedervi solo nel caso in cui venga approvato il progetto di fusione da parte dei soci. Per contro, se l'assemblea non dà il proprio benestare, il *trust* liquiderà le risorse apportate dagli azionisti. In questo senso, si ritiene che gli investitori sottoscrivano dei titoli che sono, fino al momento della *business combination*, *risk-free*: il *trust*, infatti, essendo finanziato tipicamente con il 98-100% dei proventi lordi dell'IPO e guadagnando interessi nel

⁵⁷ Si rimanda al paragrafo 1.6 del precedente capitolo per la definizione di *Initial Public Offering*

tempo, permette agli azionisti di recuperare tutto o addirittura poco più del proprio investimento iniziale⁵⁸.

Una volta raccolte le risorse necessarie, i *promoter* iniziano un'accurata ricerca della *target* con cui integrarsi. Si ritiene estremamente importante che tale operazione venga conclusa nei termini prestabiliti: le SPAC, come più volte evidenziato, hanno un orizzonte temporale molto breve – che difficilmente supera i 24 mesi – all'interno del quale i promotori hanno il compito di identificare la società con cui effettuare la *business combination*. Nella maggior parte dei casi risulta difficoltoso individuare *ex ante* la tipologia di *target* più idonea alle esigenze e agli obiettivi della SPAC, ma la prassi ha recentemente dimostrato che questa, in alcuni casi, possa venire individuata all'interno di un predeterminato settore/*industry*, a seconda del tipo di operazione che si intende finalizzare.

Individuata la *target*, il *management team* ha il compito di sottoporre l'operazione rilevante ⁵⁹ all'approvazione degli azionisti/investitori, che si esplica con il raggiungimento di una maggioranza qualificata pari, in genere, circa all'80%. Affinché l'acquisizione venga approvata, inoltre, è necessario che il diritto di recesso – concesso per legge agli azionisti – venga esercitato da meno del 30% del capitale sociale.

Tale fase viene preceduta da un *road show*⁶⁰, attraverso il quale i promotori hanno la possibilità di entrare in contatto in maniera diretta con gli investitori. Questo rappresenta uno dei momenti più incerti dell'intera operazione: i *promoter*, infatti, per poter offrire al pubblico degli *investitor* una panoramica dettagliata del *deal* e della *target*, sono costretti a rendere pubbliche molte informazioni sensibili relative alla società. Qualora gli investitori decidessero di rifiutare l'offerta proposta, queste informazioni verrebbero divulgate inutilmente e, anzi, si potrebbe correre il rischio di danneggiare la società e la sua gestione. Di conseguenza, spesso, ai principali azionisti della SPAC viene chiesto di firmare una clausola di riservatezza per poter conoscere in anticipo le notizie rilevanti circa l'andamento del progetto di investimento, quali ad esempio “*la possibilità di firmare una lettera di intenti con la target*”⁶¹.

⁵⁸ SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets, R. Berger, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008.

⁵⁹ Viene definita tale la *business combination*, ossia il processo di integrazione tra SPAC e *target* che porterà successivamente quest'ultima alla quotazione.

⁶⁰ 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, Glossario, Borsa Italiana.

⁶¹ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

La decisione dell'assemblea risulta determinante per l'esito dell'operazione: quest'ultima infatti – com'è facilmente prevedibile – può proseguire solo qualora la *business combination* venga approvata. Tuttavia, se l'esito risulta negativo, è prevista la possibilità per gli *sponsor* di cercare una nuova *target* da presentare nuovamente all'assemblea. In alternativa, si procede alla liquidazione della società. Può altresì accadere che, terminato il periodo di vita previsto per la costituzione, non venga approvata alcuna *business combination*. In questa ipotesi, la società viene sciolta e i capitali apportati sono restituiti agli investitori.

Se invece viene ottenuta l'approvazione dell'assemblea, la SPAC prosegue l'*iter* per il completamento dell'aggregazione aziendale, che può avvenire in diversi modi:

1. acquisto da parte degli attuali soci di azioni della *target*;
2. sottoscrizione di nuove azioni della *target*;
3. fusione – diretta o inversa – tra *target* e SPAC.

Si rileva, sulla base delle analisi condotte sino ad ora, che la terza modalità sia quella adottata più di frequente.

La *business combination* viene altresì definita dagli esperti la vera e propria IPO della SPAC: solo in questa fase, infatti, gli investitori decideranno se divenire effettivamente soci della società operativa o recedere dall'operazione chiedendo la restituzione delle somme investite⁶².

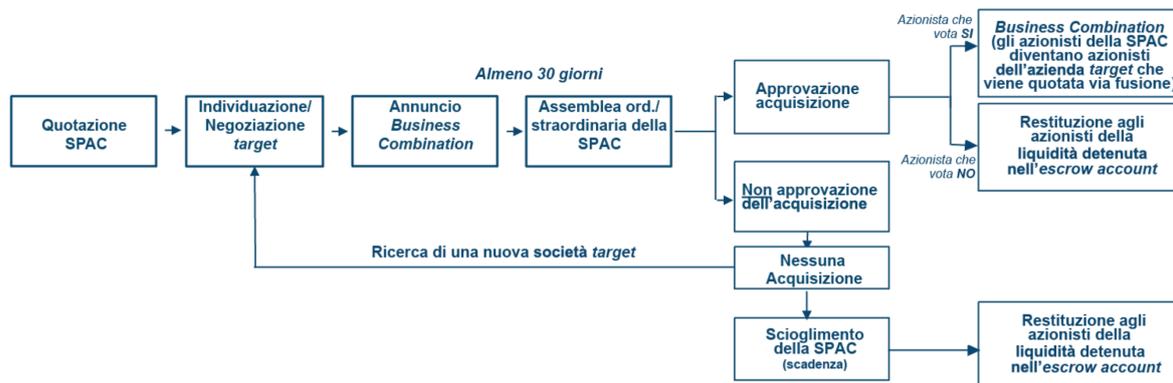
In ogni caso, si precisa che la SPAC ha la possibilità di realizzare l'operazione rilevante non solo ottenendo il controllo della *target*, ma anche acquisendo una partecipazione di minoranza come corrispettivo delle risorse da lei conferite. Sulla base di queste premesse, quindi, è evidente che non esista uno schema predefinito da seguire per la realizzazione della *business combination*: la SPAC, infatti, può godere di una certa flessibilità operativa, che le permette – almeno potenzialmente – di scegliere tra diversi tipi di operazioni, tutte caratterizzate da un elevato grado di complessità.

Per ultimo, la finalizzazione della *business combination* comporta la quotazione della *target*. Quest'ultima infatti, grazie alla SPAC, eredita lo *status* di quotata senza tuttavia essere sottoposta ai costi e alle criticità che solitamente tale processo comporta. Alla società, inoltre, vengono apportate ingenti quantità di risorse finanziarie, nonché le competenze dei promotori. Gli esperti ritengono che i vantaggi maggiormente

⁶² Il tema del diritto di recesso verrà ampiamente trattato nel paragrafo cinque del presente capitolo.

significativi per la *target* siano rappresentati dalla possibilità di una più celere crescita dimensionale e competitiva e di una maggiore internazionalizzazione⁶³.

Figura 4: Ciclo di vita di una SPAC.



Fonte: www.innovaitaly1.it

2.3 Le figure apicali e la società *target*

Come più volte affermato, uno dei principali punti di forza della SPAC, secondo gli esperti, è l'allineamento di tutti gli interessi coinvolti. In effetti, la finalizzazione della *business combination* presuppone il coinvolgimento di molteplici attori, che risultano indispensabili per il buon esito dell'operazione e il cui ruolo permane per l'intero ciclo di vita della SPAC. Anche l'individuazione della giusta società *target* – come facilmente intuibile – rappresenta un fattore fondamentale per l'implementazione della *business combination*. Per tale motivo, essa deve sottostare a determinati requisiti, che verranno approfonditi in seguito.

2.3.1 I promoter

Come detto, la creazione della SPAC nasce dalla volontà di alcuni soggetti – chiamati promotori – di acquisire partecipazioni rilevanti in società non quotate, con l'obiettivo di condurre quest'ultime alla quotazione sul mercato mobiliare. A tal fine, essi apportano quindi nella SPAC i capitali necessari per poter sostenere i costi dell'IPO.

Ai *promoter*, inoltre, in conformità con quanto previsto dal nostro ordinamento, viene offerta la sottoscrizione di azioni che si differenziano da quelle degli investitori: essendo speciali, infatti, presentano diverse caratteristiche⁶⁴, riepilogate di seguito:

- non sono trasferibili finché non viene completata la *business combination*;

⁶³ Le SPAC in Italia, *Op. cit.*

⁶⁴ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

- non implicano, per i loro possessori, il potere di decidere sull'esito della *business combination* poiché non danno diritto di voto né nelle assemblee ordinarie né in quelle straordinarie;
- pur permettendo la partecipazione alla distribuzione di riserve disponibili, non offrono il diritto a percepire gli utili distribuiti successivamente alla *business combination*;
- qualora si proceda allo scioglimento della società, attribuiscono il diritto di liquidazione della quota di patrimonio netto in via postergata rispetto alle azioni ordinarie.

Per contro, la remunerazione dei *promoter* risulta incerta fino a che non verrà approvata la *business combination*, non essendo prevista alcuna *fee* o commissione in cambio del proprio operato: qualora questa non vada a buon fine, i promotori dovranno fronteggiare la perdita di tutte le risorse da loro apportate nella società. Se invece l'operazione rilevante viene conclusa con successo, assisteranno all'apprezzamento dei titoli della SPAC e avranno la possibilità di esercitare gli *sponsor warrant*, convertendo le loro azioni speciali in ordinarie. Tale conversione risulta molto favorevole per i promotori, prevedendo rapporti che variano da 1:5 a 1:8⁶⁵ e, al contrario, molto diluitiva per gli investitori.

I *promoter* di una SPAC sono caratterizzati da un'elevata esperienza nella gestione di operazioni in M&A o *Private Equity*, essendo solitamente *ex* dirigenti provenienti, ad esempio, da importanti società di investimento. Proprio per tale motivo, è a loro che viene affidata la gestione amministrativa e strategica della società: essi apporteranno non solo specifiche competenze, ma anche un ampio *network* di relazioni già consolidate, permettendo altresì una più veloce espansione della società e un più facile accesso ai mercati finanziari. La professionalità di tali soggetti, inoltre, è direttamente collegabile alla loro reputazione: quest'ultima, infatti, risulta essenziale per rendere maggiormente appetibile e "di qualità", agli occhi degli investitori, una società come la SPAC che, di fatto, è composta esclusivamente dal capitale apportato in sede di costituzione e quindi da "cassa".

È stato detto più volte in precedenza che uno dei punti a favore della SPAC sia la capacità di allineare gli interessi di tutti gli attori coinvolti. Per ottenere tale risultato, i promotori hanno anche il dovere di pervenire qualsiasi conflitto d'interessi con gli attuali e

⁶⁵ Le SPAC approdano in Italia, *Op. cit.*

potenziali investitori: è dunque consuetudine che essi si impegnino a comunicare alla società ogni opportunità che si presenti.

2.3.2 Gli investitori

Gli investitori sono i soggetti a cui i *promoter* ricorrono per finanziare l'IPO. Vengono altresì definiti *underwriter* poiché sottoscrivono "a scatola chiusa" – ossia in anticipo – delle quote di azioni della SPAC e, successivamente, assistono i promotori nella fase di *pricing* e in quella di *marketing*. Può accadere, inoltre, che parte della loro remunerazione – al pari di quanto accade per i promotori – venga liquidata solo alla conclusione della *business combination*. Si ritiene che questo sia un ulteriore espediente per cercare di mantenere l'equilibrio di tutti gli interessi coinvolti.

In linea teorica, la possibilità di partecipare all'IPO è estesa a tutto il pubblico di investitori, sia istituzionali che *retail*. Gli esperti, tuttavia, ritengono che le operazioni concluse ad oggi in Italia abbiano visto la partecipazione di investitori – nazionali e internazionali – con caratteristiche molto simili a quelle dei *promoter*: si pensi, ad esempio, ai fondi di *Private Equity*, agli operatori nel settore bancario, alle banche di investimento e agli *hedge fund*⁶⁶. Segno, questo, di una generale diffidenza, da parte dei privati, nei confronti dello strumento. Il motivo può essere facilmente riconducibile alla quota minima molto elevata richiesta in sede di sottoscrizione.

2.3.3 La società *target*

L'identificazione della società *target* rappresenta una delle fasi più importanti dell'intero ciclo di vita di una SPAC: se verrà ritenuta adeguata dal Consiglio di Amministrazione, infatti, verrà approvata la *business combination*. I promotori, di conseguenza, effettuano un'analisi approfondita del mercato, incentrando la propria attenzione verso società di piccole o medie dimensioni, a controllo familiare, ovviamente non quotate, *leader* nel proprio settore e, soprattutto, con elevate potenzialità di realizzare una crescita sostenuta. Come già evidenziato nei paragrafi precedenti, le operazioni che sono state concluse fino ad ora in Italia non hanno coinvolto società *target* appartenenti a settori specifici, poiché, spesso, potrebbe risultare macchinoso per la SPAC decidere *ex ante* di ricercare imprese operanti solo in determinati mercati.

⁶⁶ Per maggiori informazioni si rimanda alla sezione "Politica di investimento" presente nei siti *web* di ciascuna società.

In linea generale, tuttavia, le SPAC specificano i principali requisiti⁶⁷ che una società dovrebbe possedere per essere ritenuta idonea alla *business combination*. Si riportano di seguito quelli ritenuti maggiormente significativi.

- Prospettive di crescita: il processo di selezione si concentra su società che possiedono un modello di *business* di provato successo e un piano industriale solido ed efficace, contenente altresì diverse strategie di sviluppo per poter supportare il proprio sviluppo. Nell'individuare, si terrà conto anche delle caratteristiche del mercato in cui operano: i principali fattori di interesse, al riguardo, saranno l'eventuale presenza di barriere all'entrata e di *competitor* rilevanti, i tassi di crescita attesi e la possibilità di accedere a risorse privilegiate;
- posizionamento competitivo: la *target*, per poter suscitare l'interesse dei promotori, deve possedere una comprovata esperienza nel proprio settore di riferimento e una posizione competitiva che le permetta di distinguersi da società analoghe, soprattutto in termini dimensionali e di caratteristiche dei prodotti offerti e dei processi utilizzati. Alcune SPAC, inoltre, potrebbero ricercare società che operino in una o più nicchie di mercato e che siano in grado di sfruttare nel migliore dei modi il proprio marchio, il proprio posizionamento nei canali di distribuzione e/o il proprio *knowhow*;
- internazionalizzazione: i promotori tendono a focalizzare le proprie ricerche su imprese che, pur avendo la propria sede direttiva in Italia, intendano espandersi nei mercati esteri, al fine di mantenere o rafforzare la propria posizione competitiva nazionale nel medio/lungo termine;
- generazione di cassa positiva: le società *target* devono possedere un potenziale di generazione di flussi di cassa – storici e prospettici – stabile e duraturo, nonché dei solidi risultati economici;
- qualità del *management*: è necessario che la società selezionata disponga di un *management* con elevate esperienze, in grado di attuare piani strategici su scala globale e di conseguire obiettivi che permettano di creare maggior valore. Il *team*, in linea generale, deve quindi dimostrarsi aperto ad avviare una nuova fase di sviluppo per la propria azienda.

⁶⁷ Per maggiori informazioni si rimanda alla sezione "Politica di investimento" presente nei siti *web* di ciascuna società.

2.4 Il mercato di riferimento

In Italia le SPAC possono quotarsi su due mercati: l'AIM Italia (*Alternative Investment Market*), che nasce con l'intento di aumentare le possibilità di accesso al mercato di capitali per le PMI, e il MIV (Mercato telematico degli *Investment Vehicles*). Con riferimento a quest'ultimo si precisa che il 24 maggio 2010 sono state apportate delle modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., così come approvato da Consob con la delibera nr. 17302⁶⁸, che hanno previsto l'introduzione di un nuovo segmento professionale dedicato alle *Special Investment Vehicles* (SIV), tra cui rientrano anche le SPAC.

Si riepilogano di seguito le principali caratteristiche e i vantaggi relativi alla quotazione su tali mercati.

2.4.1 AIM Italia

L'AIM viene definito un *multilateral trading facility* (MTF), ossia "un sistema di contrattazione privato che offre la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa"⁶⁹.

Figura 5: Processo di quotazione all'AIM Italia.



Fonte: www.borsaitaliana.it.

Si differenzia quindi dagli altri mercati, essendo caratterizzato da un processo di quotazione semplice e rapido, che si conclude circa entro 10 giorni dalla ricezione della domanda di ammissione e che viene supportato dalla figura del *Nominated Adviser* (NOMAD). Quest'ultimo ha il compito di assistere la società quotanda non solo in fase di ammissione, ma anche per l'intera durata di permanenza sul mercato. Per quanto riguarda, invece, la fase di negoziazione dei titoli, questa viene svolta "in continua", per

⁶⁸ Nuovo mercato dedicato alle *Special Investment Vehicles*, Gianni, Origoni, Grippo & Partners.

⁶⁹ Glossario, Borsa Italiana.

un arco temporale giornaliero che va dalle ore 9.00 alle ore 17.25. Il mercato, inoltre, è accessibile sia agli investitori istituzionali – a cui normalmente viene rivolto il collocamento dei titoli in fase di ammissione – sia agli investitori *retail*, i quali hanno la possibilità di negoziare le stesse azioni successivamente, sul mercato secondario. Come già accennato, uno dei principali punti di forza dell'AIM è la presenza di minori requisiti⁷⁰ necessari per essere ammessi alla quotazione. Più precisamente:

- non vi è l'obbligo di una capitalizzazione minima;
- il flottante richiesto deve essere pari almeno al 10%;
- la quotanda può, alternativamente, redigere il proprio bilancio secondo i principi contabili italiani o internazionali;
- viene imposta la nomina di un NOMAD da mantenere per tutta la durata del processo.

Rivolgendosi principalmente a piccole e medie imprese, l'AIM richiede altresì alcuni requisiti sostanziali che siano in grado di attrarre il pubblico degli investitori. Le PMI infatti, per poter procedere con l'ammissione, devono possedere una struttura finanziaria stabile e una strategia chiara e sostenibile che permetta loro di creare valore. Vengono poi fortemente apprezzate l'autonomia gestionale e un buon posizionamento competitivo all'interno di un settore in espansione.

Per il completamento del processo è richiesta alcuna documentazione obbligatoria, tra i cui si annoverano il documento di ammissione e un bilancio sottoposto al parere di una società di revisione legale.

Infine, in merito agli adempimenti a cui deve sottostare la società *post-quotazione*, oltre alla già citata presenza del NOMAD, si richiede la redazione di un bilancio revisionato entro 6 mesi e di una relazione semestrale entro 3 mesi. È inoltre necessario adempiere agli obblighi relativi all'informativa *price sensitive*, tra cui rientra la comunicazione al mercato di eventuali nuove acquisizioni/vendite di *asset* e operazioni straordinarie.

⁷⁰ Nel Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana, infatti, a differenza dei due mercati sopracitati, si richiedono in fase di IPO i seguenti requisiti formali:

- flottante: 25%;
- bilanci certificati: 3;
- principi contabili: internazionali;
- offerta: istituzionale/*retail*;
- altri documenti: Prospetto informativo/SCG/Piano Industriale;
- *market cap*: minimo 40 milioni di euro;
- sito *web*: obbligatorio;
- principale *Advisor*: *Sponsor/Global coordinator*.

2.4.2 MIV

Secondo Borsa Italiana, il MIV “è il mercato di riferimento per la quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di Economia Reale”. È quindi caratterizzato dalla presenza di molteplici veicoli molto differenti tra loro, quali fondi di *Private Equity*, *Public* e *Private Debt*, *Venture Capital*, *Real Estate* e *Multi-Strategy*.

Anche in questo caso, una delle principali peculiarità è l’allineamento degli interessi di tutti gli attori coinvolti. Infatti, a fronte di requisiti di ammissione semplici e una politica di investimento flessibile per gli emittenti, gli investitori hanno la possibilità di individuare con facilità i veicoli e di investire in un mercato regolamentato.

In generale, i maggiori punti di forza del MIV possono essere sintetizzati come segue:

- le società quotande hanno molta visibilità presso gli investitori;
- viene assicurato un elevato grado di trasparenza;
- gli emittenti dell’Unione Europea non vengono sottoposti ad alcun tipo di restrizione relativa alla propria sede legale o domicilio fiscale;
- il mercato secondario risulta efficiente in termini di scambio di strumenti azionari;
- il mercato è in grado di soddisfare le esigenze di una pluralità di veicoli differenti e di offrire loro un’ampia flessibilità in tema di regolamentazioni.

Ai fini del presente elaborato, risulta interessante analizzare il segmento del MIV dedicato alle SIV⁷¹, poiché tra queste rientrano anche le *Special Purpose Acquisition Company*. Si fa presente che questo specifico segmento non è accessibile agli investitori *retail*, ma solo a quelli professionali.

Affinché una *Special Investment Vehicles* possa essere ammessa al MIV, sono previsti alcuni requisiti. In particolare, la durata della SIV non può superare i 36 mesi, all’interno dei quali essa deve compiere uno o più investimenti significativi pari ad almeno il 50% del totale degli attivi della società stessa. Sono ammesse proroghe solo qualora, in prossimità della scadenza, si stia per finalizzare una determinata operazione.

Vi è l’obbligo di presentare una politica di investimento che abbia i contenuti minimi richiesti dal Regolamento e che preveda un impiego di risorse in fondi speculativi non superiore al 20% dell’attivo della SIV. In questo modo, agli investitori viene offerta maggiore tutela nonché una guida più chiara e precisa per le proprie scelte.

⁷¹ Società la cui politica d’investimento si distingue, in particolare, per l’assenza di diversificazione ed il cui oggetto sociale esclusivo prevede l’investimento in via prevalente in una società o attività.

Come noto, il capitale raccolto in fase di ammissione deve essere depositato in un conto vincolato e almeno tre componenti del *management* della società devono possedere le competenze tecniche necessarie per gestire in modo efficiente gli investimenti che formano l'oggetto della società. La SIV deve inoltre adempiere a precisi obblighi informativi, quali la predisposizione di una relazione finanziaria di almeno un esercizio e l'osservanza delle norme in materia di conflitti d'interessi.

Con riferimento ai requisiti quantitativi, invece, si rileva la richiesta di una capitalizzazione di mercato pari ad almeno 40 milioni di euro e di un flottante pari al 35%. Le SIV, infine, devono altresì nominare uno *sponsor*, il cui compito consiste nel rilasciare a Borsa Italiana, in fase di istruttoria, un attestato su esperienza, professionalità e reputazione del *management* e sull'adeguatezza della politica di gestione dei conflitti di interesse.

2.5 Il contesto normativo

Gli esperti ritengono che una delle maggiori problematiche relative alle SPAC di diritto italiano sia la mancanza di una specifica normativa in grado di disciplinare lo strumento. Per tale motivo, secondo Conso⁷², queste devono adeguarsi alle disposizioni generali e speciali pensate per istituti giuridici analoghi. Ciò è dimostrato dal fatto che le SPAC, in Italia, assumono la forma di società per azioni. L'autore ritiene che tale scelta sia imputabile alla volontà di disciplinare in maniera adeguata i rapporti fra i diversi soggetti coinvolti e di facilitare il reperimento dei capitali presso il mercato. Di conseguenza, le norme che regolano questo tipo di società sono contenute nel Codice Civile e integrate dal D.lgs. 58/1998 del TUF e dal Regolamento emittenti di Borsa Italiana. Nel prosieguo di questo paragrafo, verranno descritti i principali fattori "critici" di tale contesto normativo.

Si precisa che gli argomenti di seguito riportati faranno riferimento principalmente al già citato testo di Marco Fumagalli "Lo sviluppo della SPAC in Italia. Un nuovo modo di fare *private equity* e di quotare le imprese in Borsa". La scelta è stata dettata dalla volontà di offrire una descrizione chiara e puntuale delle principali caratteristiche presenti all'interno del contesto italiano: di conseguenza, per raggiungere tale obiettivo, si è deciso di richiamare il contributo che, a nostro avviso, risulta il maggiormente

⁷² Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione, *Op. cit.*

significativo tra quelli che fino ad oggi hanno approfondito il fenomeno delle SPAC in Italia.

2.5.1 L'IPO e la quotazione

La SPAC – come noto – realizza la *business combination* offrendo al pubblico degli investitori le proprie azioni, al fine di quotarle sul mercato.

In generale, la *Initial Public Offer*, in Italia, è disciplinata dagli art. 93-bis e ss. del TUF e dagli art. 3 e ss. del Regolamento Emittenti della Consob, che impongono specifici obblighi, tra cui quello di pubblicare il prospetto d'offerta⁷³, di sottoporre i bilanci a revisione e di diffondere i documenti informativi richiesti per il pubblico degli investitori con le modalità stabilite dalla Consob. Il vincolo di redazione del prospetto, tuttavia, non viene applicato qualora l'offerta dei titoli sia rivolta unicamente a investitori qualificati: questa previsione tende a giustificare la scelta delle SPAC di non collocare le proprie azioni presso il pubblico *retail*. La pubblicazione di tale prospetto, infatti, si traduce in un adempimento costoso, in termini sia monetari sia temporali, in quanto sottoposto all'approvazione dell'Autorità di Vigilanza.

Quando la SPAC intende procedere alla quotazione in mercati regolamentati, deve altresì sottostare alle disposizioni previste dagli art. 51 e ss. del Regolamento Emittenti e dalla normativa comunitaria, mentre il processo di quotazione e l'emittente stesso sono sottoposti ai poteri di vigilanza informativa e ispettiva di Consob. Come si è già avuto modo di appurare, le quotazioni sui mercati non regolamentati impongono, per contro, degli obblighi meno stringenti, quale ad esempio l'esonero dalla disciplina del prospetto di quotazione.

2.5.2 L'assemblea dei soci

Analizzando l'organizzazione corporativa della SPAC, ci si accorge immediatamente come questa differisca per molti aspetti dal modello *standard* previsto per la S.p.A.: in primo luogo, la compagine sociale, regolata dagli art. 2363 e ss. del Codice Civile, è composta dai promotori – i quali fanno parte anche dell'organo di gestione (art. 2380-bis e ss. c.c.), assumendo di conseguenza il ruolo di Amministratori – e dagli investitori, che apportano le proprie risorse in fase di IPO.

⁷³ Prospetto contenente le informazioni necessarie affinché gli investitori siano in grado di assumere le decisioni di investimento e possano ottenere un'adeguata conoscenza sulla situazione patrimoniale e finanziaria e sui risultati economici dell'emittente.

Anche Fumagalli⁷⁴ ritiene che un elemento di interesse nell'applicazione degli schemi previsti dal Legislatore per le S.p.A. sia il ruolo dell'assemblea dei soci. In particolare, egli sottolinea come l'assemblea che approva la *business combination* possa essere convocata sia in sede ordinaria sia in sede straordinaria. L'autore infatti afferma che, essendo la SPAC una società ad azionariato diffuso, "il primo obiettivo dei promotori è far partecipare all'assemblea il maggior numero di azionisti". Per l'approvazione delle delibere, inoltre, sono solitamente richieste le maggioranze di legge: per le SPAC quotate sui mercati regolamentati, tuttavia, tali maggioranze possono essere ottenute con maggiore facilità rispetto ai veicoli quotati all'AIM Italia. Nel primo caso, infatti, è necessario l'ottenimento di un *quorum* deliberativo pari a 2/3 del capitale rappresentato in assemblea e di un *quorum* costitutivo pari al 20% del capitale sociale. Nel secondo caso, per contro, si richiede un *quorum* deliberativo e costitutivo pari, rispettivamente, a 2/3 del capitale presente in assemblea e a 1/3 del capitale sociale.

Un'ulteriore particolarità rilevata in merito all'approvazione della *business combination* riguarda la soglia di soci dissenzienti stabilita dallo Statuto: per avere la certezza dell'esito positivo della delibera, infatti, è necessario non tanto raggiungere la maggioranza qualificata, quanto evitare che venga superato il numero prestabilito di azionisti recedenti. Il fine ultimo, in questo senso, è scongiurare l'eventualità di non riuscire a reclutare sufficienti nuovi investitori, nel momento in cui si procede con la liquidazione *ex art. 2437-quarter c.c.*⁷⁵. Per tale motivo, i promotori, sia prima dell'annuncio della *business combination* sia in fase pre-assembleare, agiscono per cercare i possibili sostituti e per capire quale possa essere il livello di apprezzamento della *target* da parte dei principali investitori.

Nell'espone i punti chiave del *deal* ai futuri soci, si ritiene che i *promoter* offrano informazioni definite privilegiate ma che, tuttavia, rientrando nel perimetro dell'art. 184 TUIF, siano considerate legittime, in quanto "comunicate durante il normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio". Tale tesi è ulteriormente avvalorata dall'obbligo, per gli investitori, di sottoscrivere *ex ante* un *confidentially agreement* e un *non trading agreement*.

⁷⁴ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

⁷⁵ Gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili, il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. [...] Qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi; nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati medesimi.

Nonostante tendenzialmente gli investitori preferiscano esprimere la loro opinione in assemblea – poiché solo in tale sede hanno a disposizione un ampio *set* di informazioni – può accadere che la società raccolga, già alla data dell'annuncio dell'operazione, accordi vincolanti a votare a favore. Questi, rilevando quali patti parasociali *ex art.* 122 TUIF, dovranno essere comunicati al pubblico entro cinque giorni.

Il regime delle deleghe differisce a seconda che la SPAC sia quotata sull'AIM o sul mercato principale: alle prime, infatti, e viene imposto il limite di venti deleghe e non è consentito nominare il rappresentante designato di cui all'art. 135-*undecies* del TUIF⁷⁶.

Un'eventuale raccolta deleghe promossa dagli amministratori della società, inoltre, verrà presa in considerazione dall'ordinamento solo se rivolta a più di 200 azionisti. Allo stesso modo, si ritiene che anche l'attività di promozione della partecipazione assembleare non debba tradursi in ogni caso in una sollecitazione di deleghe *ex art.* 136 TUIF.

Un ultimo elemento che merita di essere analizzato riguarda la c.d. *shareholders identification*: spesso, infatti, per le SPAC risulta altamente difficile conoscere l'effettivo numero dei propri azionisti, poiché vi è una scarsa presenza di scambio sul mercato prima della *business combination*. Nel 2010 il Testo Unico degli Intermediari Finanziari ha quindi deciso di ovviare tale problema introducendo l'art. 83-*duodecies* e permettendo, di conseguenza, alle società quotate di identificare i soci titolari di azioni non rilevanti. Se previsto dal proprio Statuto, quindi, un emittente quotato ha la facoltà di richiedere agli Intermediari Depositari e a Montetitoli S.p.A. "*l'elenco degli azionisti che non abbiano anticipatamente dichiarato di essere indisponibili all'identificazione*"⁷⁷.

È evidente che tutte le azioni appena descritte, poste in essere dai *promoter*, abbiano come fine ultimo la buona riuscita dell'operazione: in tal modo, infatti, si cercano di evitare, per quanto possibile, i conflitti di interessi e di allineare gli obiettivi delle varie parti coinvolte.

2.5.3 Il diritto di recesso

Le cause di recesso stabilite per le società quotate vengono elencate dall'art. 2437 del Codice Civile. Tale articolo precisa che i soci hanno il diritto di recedere dalla società

⁷⁶ Salvo che lo statuto disponga diversamente, le società con azioni quotate designano per ciascuna assemblea un soggetto al quale i soci possono conferire, entro la fine del secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea, anche in convocazione successiva alla prima, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto.

⁷⁷ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. cit.*

qualora non abbiano concorso – tra le altre – alle deliberazioni riguardanti *“la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società”*. Di conseguenza, per quanto riguarda le SPAC, la decisione in merito alla realizzazione della *business combination* viene fatta rientrare nel perimetro delle cause di recesso statutarie relative all'appena menzionata modifica dell'oggetto sociale. Il motivo è riconducibile al fatto che, in fase di IPO, l'oggetto sociale della SPAC riguarda semplicemente la ricerca di un'opportunità di investimento e dovrà quindi essere successivamente modificato dall'assemblea al momento dell'approvazione della *business combination*.

In tale modo, è altresì possibile ricondurre alla normativa italiana la prassi delle SPAC che prevede il diritto, per gli investitori dissenzienti, al rimborso del capitale conferito. Il valore di liquidazione delle azioni è disciplinato dall'art. 2437-ter c.c., il quale stabilisce, per le società quotate in un mercato regolamentato, che *“il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione, ovvero ricezione, dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso (cioè, nel nostro caso, l'assemblea che approva la business combination)”*.

Nel contesto delle SPAC, tuttavia, Fumagalli evidenzia la problematica legata all'impossibilità di conoscere con esattezza il valore di recesso: la quotazione dei sei mesi precedenti potrebbe discostarsi ampiamente dal valore di rimborso comunicato agli investitori durante l'IPO.

Si rilevano poi ulteriori criticità in merito alle tempistiche: nel calcolo della media dei sei mesi, infatti, verrà ricompreso anche il periodo tra l'annuncio della *business combination* e la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Questo perché, in tale arco di tempo, si presume che il titolo reagisca in funzione alla qualità dell'operazione proposta.

Per le SPAC quotate all'AIM Italia, invece, il già citato art. 2437-ter c.c. prevede che *“il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”*. Le problematiche in questo caso riguardano il fatto che gli amministratori non debbano necessariamente dare il medesimo peso ai tre elementi appena descritti. Anzi, sempre Fumagalli sostiene che le prospettive della SPAC non dovrebbero nemmeno essere prese in considerazione: chi

recede, infatti, rinuncia al maggior valore creatosi grazie all'integrazione della *target* e, di conseguenza, non potrà ottenere i risultati ottenuti mediante l'attività *post* fusione. Con riferimento, invece, alla consistenza patrimoniale, si ritiene che essa faccia riferimento all'ammontare delle azioni ordinarie segregate nei conti vincolati. Si reputa, infine, che il valore di mercato citato dall'art. 2437-ter c.c. sia tendenzialmente inferiore al valore pro-quota dei fondi vincolati, rendendo di conseguenza il valore di liquidazione delle azioni inferiore al prezzo pagato in fase di IPO dagli investitori.

2.5.4 Azioni e *warrant*

Uno degli aspetti che più caratterizza il processo di quotazione delle SPAC è la tipologia di strumenti offerta al pubblico in sede di IPO. Normalmente, infatti, vengono collocate sul mercato le c.d. *Unit*, ossia titoli composti da azioni e uno o più *warrant*⁷⁸.

Un investitore, in effetti, come già accennato, nel momento in cui decide di sottoscrivere le azioni di una SPAC, ha la consapevolezza di investire in un'attività che sarà *risk-free* fino al momento dell'approvazione della *business combination*. L'assenza di rischio si manifesta nella segregazione in un *escrow account* della quota di risorse liquide apportata alla società e nell'ottenimento di un'opzione *call*⁷⁹ su un titolo sconosciuto. Ovviamente, l'impiego di capitali freschi si giustifica nell'aspettativa di ottenere un ritorno economico soddisfacente, generalmente pari al differenziale tra il prezzo di sottoscrizione delle azioni e il prezzo di mercato delle stesse. In merito all'andamento della quotazione del titolo, si distinguono due momenti determinanti: la data in cui viene annunciata la *business combination* e la data in cui viene svolta l'assemblea chiamata ad approvare l'operazione. Al momento dell'annuncio, quindi, il titolo si apprezza qualora il mercato reputi che la *business combination* possa creare valore. In caso contrario, il prezzo rimarrà al valore di *floor*, ossia quello che viene definito "il valore attuale del montante delle risorse investite alla data di scadenza della società"⁸⁰.

Un fattore di complessità nel funzionamento delle SPAC è rappresentato dalla presenza dei **warrant**, di cui si è accennato poc'anzi. I *warrant*, come noto, sono strumenti derivati che conferiscono il diritto a chi li possiede di sottoscrivere ulteriori azioni a un

⁷⁸ Si rimanda al paragrafo 4.1 del precedente capitolo per la definizione offerta da Borsa Italiana.

⁷⁹ Contratto a termine che attribuisce al compratore il diritto di decidere se acquistare oppure no un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data a un prezzo prefissato.

Più precisamente, un'opzione *call* conferisce al possessore la facoltà di acquistare una determinata attività sottostante, a un prezzo predeterminato (*strike price*) a (se di tipo europeo) oppure entro (se di tipo americano) la scadenza del contratto. L'esercizio di tale facoltà risulterà conveniente ogniqualvolta il prezzo di esercizio sarà inferiore al prezzo spot dell'attività sottostante. L'insieme di tutte le opzioni *call* scritte sul medesimo sottostante rappresenta una "classe", Glossario, Borsa Italiana.

⁸⁰ Lo sviluppo delle SPAC in Italia, *Op. cit.*

prezzo prefissato entro una certa scadenza. In fase di IPO, questi vengono offerti gratuitamente assieme alle azioni⁸¹ per rendere maggiormente appetibile il titolo agli occhi degli investitori. Di conseguenza, subito dopo il collocamento, viene negoziata la *unit* nel suo complesso. Solo successivamente avviene il distacco delle due componenti, che inizieranno quindi ad avere un prezzo e un livello di rischio diversi. La separazione in due *securities* distinte permette altresì di raccogliere ulteriori nuove risorse mediante aumenti di capitale.

Fumagalli, ad esempio, analizza anche alcune caratteristiche tipiche dei *warrant*, di seguito brevemente elencate:

- all'emissione il loro prezzo risulta già *in the money*⁸²;
- il portatore può esercitare l'opzione contenuta nel *warrant* in qualsiasi momento prima della scadenza;
- spesso viene chiesto dalla società che l'esercizio dei *warrant* avvenga in modalità *cashless*, ovvero senza il versamento di un corrispettivo in cambio dell'ottenimento delle nuove azioni. L'esercizio *cashless* implica che il portatore otterrà solo il corrispettivo della ricchezza incorporata nel *warrant* sotto forma di nuove azioni gratuite e non potrà, come invece avviene solitamente, utilizzare quest'ultimi per sottoscrivere nuove azioni mediante il versamento di nuove risorse in società. Semplificando, il numero di azioni a cui dà diritto un *warrant* di questo tipo è pari a:
$$N = \frac{\text{Prezzo_Mercato_Azioni} - \text{Prezzo_Esercizio}}{\text{Prezzo_Mercato_Azioni}}$$
.

Con riferimento al contesto italiano, si rileva nella maggior parte dei casi l'utilizzo di *warrant* con opzione di esercizio molto simile al *cashless* appena descritto. Tuttavia, analizzando alcune operazioni, viene riscontrata la richiesta al portatore, al momento dell'esercizio del *warrant*, del versamento di un importo irrisorio. In questo caso, di conseguenza, il numero di azioni spettante per ciascun *warrant* risulta pari a:
$$N = \frac{\text{Prezzo_Mercato_Azioni} - \text{Prezzo_Strike}}{\text{Prezzo_Mercato_Azioni} - \text{Prezzo_Esercizio}}$$
;

- al di sopra di un certo prezzo di mercato dell'azione la SPAC ha la possibilità di riacquistare i *warrant* a un valore simbolico. In tal modo, i portatori vengono incentivati a chiederne la conversione per non perdere la ricchezza ottenuta fino a quel momento. Questa facoltà di richiamo rappresenta quindi un *cap* al valore

⁸¹ Quelli sopraccitati appartengono alla categoria dei *market warrant*, in quanto offerti al pubblico degli investitori. Si rielvano altresì i c.d. *sponsor warrant*, che vengono sottoscritti dai *promoter*.

⁸² Un'opzione *call* si dice *in the money* quando il prezzo di esercizio (*strike price*) è inferiore al valore corrente del sottostante. In generale, quindi, è un termine usato per indicare opzioni il cui valore intrinseco è positivo e il suo esercizio risulta vantaggioso, Glossario, Borsa Italiana.

dei *warrant*, poiché stabilisce un limite alla diluizione derivante dal loro esercizio. Di conseguenza, se il prezzo di mercato supera la soglia prestabilita, la formula di cui sopra diventerà:
$$N = \frac{\text{Prezzo_Soglia} - \text{Prezzo_Esercizio}}{\text{Prezzo_Soglia}}$$
.

2.5.5 Le clausole a protezione dei *promoter*

Il *management team* è un elemento chiave per la SPAC, poiché è grazie a questo che viene promossa l'iniziativa per la sua costituzione. In virtù di ciò, gli esperti ritengono quindi che sia alquanto remota la possibilità che venga modificato l'organo amministrativo, nominato in sede di IPO, prima della *business combination*. Tale affermazione è supportata altresì dalle disposizioni in materia di S.p.A. a cui, come già detto, si rifanno in parte le SPAC: il Consiglio di Amministrazione viene nominato solitamente per la durata di tre anni, un arco temporale addirittura superiore alla vita della SPAC.

Il fatto che i promotori difficilmente rinunceranno al proprio ruolo gestionale e amministrativo all'interno del progetto, non può tuttavia escludere l'eventualità che vengano apportati dei cambiamenti – seppur marginali – dai soci. Questi, infatti, potrebbero decidere di revocare alcuni *promoter* o, ancora, di ridurne l'influenza aumentando il numero di componenti dell'organo amministrativo.

I promotori, tuttavia, possono beneficiare di alcuni meccanismi di protezione che sono stati creati al fine di disincentivare la loro estromissione dalle società: si tratta, nello specifico, di clausole – previste all'interno dello Statuto – che ricordano quelle di *good leaver* dei fondi di *Private Equity*. L'obiettivo è principalmente quello di evitare che si possa compromettere il funzionamento stesso della SPAC, prevedendo – di conseguenza – la conversione automatica delle azioni speciali dei promotori in azioni ordinarie qualora si assista, ad esempio, alla revoca di un amministratore senza giusta causa o al suo licenziamento. Si può altresì prevedere che, fino alla *business combination*, le delibere assembleari riguardanti le distribuzioni di utili/riserve vengano sottoposte anche all'approvazione dei *promoter*.

2.5.6 Il Consiglio di Amministrazione

Un'ultima tematica che merita di essere brevemente presentata a conclusione di questo paragrafo riguarda il funzionamento del Consiglio di Amministrazione.

Le SPAC quotate sul MIV, contrariamente a quelle quotate sull'AIM Italia, sono tenute a predisporre una Relazione sul Governo Societario, in linea con quanto richiesto dal

Codice di Autodisciplina del Comitato di *Corporate Governance* di Borsa Italiana⁸³. Tale Codice richiede, all'interno dell'organo amministrativo della società, la presenza di amministratori non esecutivi e indipendenti, al fine di una più efficace gestione dell'impresa. Questi amministratori risultano altresì indispensabili qualora la *business combination* presenti profili di conflitto di interesse: si pensi al caso – non così remoto – in cui alcuni dei *promoter* si dedichino anche ad altre attività analoghe a quelle svolte all'interno della SPAC e, appunto, in contrasto tra loro. La presenza di figure indipendenti mitiga tali rischi, poiché è a queste che viene rimessa la decisione di sottoporre o meno all'assemblea la *business combination*.

Vi sono poi altre situazioni che potrebbero creare situazioni di conflitto tra *promoter* e investitori e che quindi impongono il coinvolgimento di soggetti indipendenti. Tra questi, gli esperti evidenziano:

- la possibilità che i promotori, durante la fase di ricerca della società *target*, decidano di depositare i fondi raccolti presso istituti finanziari dotati di un basso livello di *rating*. Tale scelta potrebbe essere dettata dalla volontà di ottenere maggiori interessi attivi;
- l'eventualità che il *management team* promuova attività di *due diligence* svolte in maniera sommaria o da professionisti poco qualificati, al fine di contenere le spese e di recuperare parte del *capital risk* in caso di liquidazione;
- il rischio che i *promoter*, in vista dell'assemblea, predispongano della documentazione informativa volta a rappresentare in modo eccessivamente positivo le prospettive della *target*, per aumentare le possibilità di ottenimento dell'approvazione;
- l'usuale tentativo, da parte dei promotori, di determinare un valore di recesso che scoraggi l'abbandono dell'operazione, in quanto penalizzante.

2.6 Aspetti contabili

Per poter concludere in maniera esaustiva l'analisi sul funzionamento delle SPAC, è necessario affrontare alcune tematiche di carattere contabile.

⁸³ Il Codice di Autodisciplina contiene le raccomandazioni che costituiscono un modello di "*best practice*" per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane. Tali raccomandazioni non si ritengono vincolanti, tuttavia le società quotate italiane hanno l'onere di tenere informati sia il mercato sia i propri azionisti in merito alla propria struttura di *governance* ed al grado di adesione al Codice. A tal fine, le società quotate sono tenute alla pubblicazione di una apposita relazione, in occasione della pubblicazione dei dati di bilancio, che viene messa a disposizione dell'assemblea dei soci e contestualmente trasmessa a Borsa Italiana, che la mette a disposizione del pubblico, Glossario, Borsa Italiana.

Il paragrafo 19 del Regolamento Emittenti AIM di Borsa Italiana specifica che le società quotate su tale mercato hanno la facoltà di redigere i propri bilanci adottando, alternativamente:

- 1) i principi Contabili Italiani;
- 2) i principi Contabili Internazionali;
- 3) gli US Generally Accepted Accounting Principles.

Si è appreso tuttavia che le SPAC tendano a prediligere, tra i tre appena menzionati, gli *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Tale scelta pare essere imputabile principalmente alla volontà di rendere più semplice l'esposizione e la contabilizzazione della *business combination*: nella maggior parte dei casi, infatti, le società *target*, per facilitare agli investitori le comparazioni con altre società già quotate, redigono i propri bilanci in accordo con i principi contabili internazionali. Per poter garantire una maggior coerenza contabile, anche la SPAC preferirà, di conseguenza, esporre i suoi dati secondo gli IFRS/IAS. Si precisa che si farà riferimento a quest'ultimi nel prosieguo della trattazione, in quanto rappresentativi del maggior numero di operazioni fino ad ora effettuate.

2.6.1 Pre *business combination*

Nella fase che precede la *business combination* vi sono due aspetti di carattere contabile che meritano un'analisi più approfondita⁸⁴: i costi sostenuti durante l'IPO e i *warrant*.

In merito ai costi relativi all'*Initial Public Offering*, per le SPAC che redigono il proprio bilancio secondo i principi contabili internazionali, lo IAS 32 prevede che:

- *le distribuzioni ai possessori di uno strumento rappresentativo di capitale devono essere rilevate dall'entità direttamente nel patrimonio netto*”;
- *i costi di transazione relativi a un'operazione sul capitale devono essere contabilizzati in diminuzione del patrimonio netto*⁸⁵.

Si rileva quindi che i costi connessi con l'emissione di nuove azioni debbano essere addebitati, al netto dell'effetto fiscale, direttamente a patrimonio netto. Essi riguardano generalmente costi fiscali e di consulenza legale, oppure costi relativi alla redazione e alla stampa del prospetto informativo, commissioni di collocamento e di *underwriting* e *fee* di varia specie. Per contro, invece, qualora i costi riguardino il *listing* di azioni già esistenti, questi andranno iscritti in conto economico. Questa eventualità sembra essere

⁸⁴ Così come riportato nel testo “Lo sviluppo della SPAC in Italia”, *Op. Cit.*

⁸⁵ IAS 32 – *Financial Instruments: Presentation*.

altamente remota nel caso delle SPAC, in quanto tutte le azioni ordinarie quotate – come visto – sono di nuova emissione.

Così come i costi sostenuti durante l'IPO, anche il trattamento contabile dei *warrant* – compresi quelli offerti gratuitamente agli investitori in sede di aumento di capitale – è disciplinato dallo IAS 32. In virtù delle loro caratteristiche, i *warrant* rientrano nel perimetro degli strumenti finanziari così come descritti dal principio e, di conseguenza, vengono definiti “*contratti derivati che diano origine a un'attività finanziaria per un'entità e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità*”⁸⁶.

Una delle principali criticità riguarda la loro classificazione in bilancio: è infatti necessario capire se questi debbano essere considerati una *financial liability* o un *equity instrument*. La tematica è affrontata nel paragrafo 16 dello IAS 32, il quale descrive le caratteristiche richieste affinché il *warrant* possa essere considerato uno strumento rappresentativo di capitale. In particolare:

a) *non deve includere alcuna obbligazione contrattuale:*

- *a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità; o*
- *a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità a condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'emittente.*

b) *qualora lo strumento sia o debba essere regolato con la consegna di strumenti rappresentativi di capitale dell'emittente, esso dev'essere:*

- *un non derivato che non comporta alcuna obbligazione contrattuale per l'emittente a consegnare un numero variabile di propri strumenti rappresentativi di capitale; o*
- *un derivato che sarà estinto soltanto dall'emittente scambiando un importo fisso di disponibilità liquide o di altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale.*

In altri termini, devono sussistere due condizioni affinché i *warrant* possano essere classificati a patrimonio netto, vale a dire un rapporto di sottoscrizione “*fix to fix*” e non variabile⁸⁷ e un'assegnazione nei confronti di tutti gli azionisti. Qualora tali requisiti non vengano soddisfatti, lo IAS 32 stabilisce che i *warrant* saranno esposti in bilancio, in sede di *recognition*, come passività⁸⁸ e che verranno successivamente valutati al *fair value* con impatto a conto economico (*to profit and loss*).

⁸⁶ IAS 32 – *Financial Instruments: Presentation*.

⁸⁷ Lo sviluppo della SPAC in Italia, *Op. Cit.*

⁸⁸ Iscrizione delle poste contabili in bilancio

2.6.2 *Business combination*

Come più volte evidenziato, l'obiettivo dei promotori di una SPAC è quello di individuare una società *target* al fine di effettuare la *business combination*. In precedenza, sono stati brevemente accennati i diversi modi con cui tale operazione può avvenire: acquisto/sottoscrizione di azioni della *target* o fusione. Nel presente paragrafo verranno approfonditi gli aspetti principali di quest'ultima, che ad oggi risulta essere la modalità più diffusa in Italia, cercando altresì di identificarne il corretto trattamento contabile. È necessario precisare infatti che la SPAC, date le sue caratteristiche, presenta delle peculiarità che si riflettono sulla scelta del principio contabile da adottare.

In generale, la fusione consiste nell'unione in un unico soggetto giuridico dei patrimoni e della compagine sociale di due distinte società. Nello specifico caso delle *Special Purpose Acquisition Company*, si assiste a una fusione diretta quando la SPAC – in quanto partecipante – incorpora la *target* – ossia la partecipata –, oppure a una fusione inversa, dove, per contro, è la *target* a incorporare la SPAC. La natura dell'operazione comporta dei risvolti anche in termini di presenza sul mercato mobiliare: nel primo caso, infatti, si assiste a una continuità di quotazione (seppur indiretta), mentre nel secondo sarà necessario effettuare un nuovo *listing*. Nel prosieguo della trattazione si farà riferimento principalmente alla prima soluzione, poiché – secondo gli esperti – adottata nella maggioranza dei casi.

Quella tra SPAC e *target* potrebbe essere definita una fusione tra società "indipendenti", in quanto l'incorporante non detiene alcuna partecipazione nel capitale sociale dell'incorporata. Di conseguenza, la prima acquisirà la seconda "attraverso l'emissione di nuove azioni dell'incorporante a favore dei soci dell'incorporata in cambio di quelle da loro detenute in quest'ultima"⁸⁹. Data la sua complessità, è evidente che questo tipo di aggregazione produca degli impatti significativi nei bilanci delle società coinvolte, comportando altresì alcune criticità di cui sarà necessario tenere conto per la scelta del principio contabile da adottare. L'operazione rilevante, infatti, si discosta dalla fusione "classica", poiché come noto la SPAC – pur essendo quotata – non è una società operativa. In questo senso, quindi, l'operazione non rientra nemmeno nella definizione di *business combination* offerta dall'IFRS 3.

Si ravvisano poi ulteriori punti d'attenzione, di seguito elencati:

⁸⁹ Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali, M. Mancin (a cura di).

- la SPAC è definita “di minoranza”, in quanto gli azionisti della *target* compongono la maggioranza del capitale sociale dell’entità *post merger*;
- la società risultante la fusione eredita lo *status* di società quotata dall’entità non operativa;
- il prezzo di mercato dell’azione della SPAC e il corrispettivo trasferito alla *target* possono presentare delle differenze.

Non essendoci, ad oggi, uno specifico principio contabile per questo strumento, si è a lungo discusso in merito alla possibile applicabilità del sopramenzionato IFRS 3, il quale tuttavia si riferisce solamente alle aggregazioni aziendali tra società operative. Secondo tale principio, infatti, un’attività aziendale (o un *business*) “è costituita da fattori di produzione e processi applicati a tali fattori che sono in grado di contribuire alla creazione di produzione”⁹⁰. È evidente che tali caratteristiche risultano difficilmente attribuibili alla SPAC la quale, per contro, possedendo solo le risorse apportate da promotori e investitori al momento della sua costituzione (c.d. *input*), non ha la possibilità di creare i c.d. *output*.

Uno dei contributi più significativi sul tema è quello offerto dall’International *Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC)⁹¹, che si è espresso in merito tramite la pubblicazione del paper “*IFRS 3 & IFRS 2 – Accounting for reverse acquisitions that do not constitute a business*” e dei comunicati ufficiali “*IFRIC Update*” di settembre 2012, novembre 2012 e marzo 2013. Il comitato fa inoltre riferimento allo IAS 8, secondo il quale, *in assenza di un Principio o di una Interpretazione che si applichi specificatamente a una operazione, altro evento o circostanza*, è possibile adottare – tra le altre – *le disposizioni degli IFRS che trattano casi simili e correlati*⁹².

In virtù di quanto appena descritto, quindi, l’IFRIC sostiene che, ai fini della **contabilizzazione**, l’operazione rilevante dovrebbe essere qualificata come una *reverse acquisition*, disciplinata dall’IFRS 2, anziché come una *business combination*: gli azionisti della SPAC, infatti, vengono inclusi nella compagine sociale della *target* mediante un aumento di capitale sociale e, in cambio, gli azionisti della *target* riceveranno gli *asset* netti della SPAC e lo *status* di società quotata. Si delinea, di conseguenza, un’operazione con pagamento basato sull’emissione di nuove azioni, così come disciplinato dall’IFRS 2.

⁹⁰ IFRS 3 – *Business Combination*.

⁹¹ L’IFRIC è un comitato dello IASB che ha il compito di fornire chiarimenti in merito al contenuto e alla corretta applicazione dei principi contabili internazionali.

⁹² IAS 8 – Principi contabili, cambiamenti nelle stime contabili ed errori.

Solitamente, si rileva poi una differenza tra il patrimonio netto apportato dalla SPAC nel bilancio della *target* e il *fair value*⁹³ delle azioni della SPAC, ossia gli strumenti finanziari emessi per l'acquisizione dell'entità operativa. Ai sensi dell'IFRS 2, la differenza rappresenta la prestazione di un servizio che, in questo caso, corrisponde alla quotazione in borsa della società *target*. Sorge di conseguenza la necessità di capirne il significato economico e identificarne il corretto trattamento contabile, non potendo rientrare nella definizione di attività immateriale offerta dallo IAS 38⁹⁴: in tale caso, il principio prevede che questa vada spesata a conto economico come costo, tra gli oneri finanziari.

Per poter **individuare** l'acquirente contabile, invece, è necessario fare riferimento a quanto previsto dall'IFRS 3: infatti, pur essendo la SPAC che, legalmente, incorpora la *target*, dal punto di vista contabile la prima viene identificata come acquisita e la seconda come acquirente. Il motivo risiede nel fatto che, come già sottolineato, è la società incorporata ad acquisire le attività e le passività dell'incorporante.

⁹³ Secondo gli IFRS, il *fair value* è rappresentato dal prezzo di mercato nel giorno in cui viene effettuata l'operazione rilevante.

⁹⁴ Lo IAS 38 definisce le attività materiali come "attività non monetarie, identificabili, prive di consistenza fisica e possedute per essere utilizzate nella produzione o nella fornitura di beni o servizi, per essere affittata a terzi o per fini amministrativi".

CAPITOLO 3. ANALISI EMPIRICA DELL'ESPERIENZA ITALIANA

3.1 Il campione oggetto d'indagine

Nel presente capitolo verrà fornita un'analisi delle SPAC attualmente presenti sul mercato italiano e delle relative società *target*. L'obiettivo è quello di indagare se tale tipo di strumento possa rappresentare per le imprese italiane una valida alternativa di apertura del capitale.

Prima di entrare nel vivo dell'analisi empirica è altresì necessario offrire una panoramica del contesto anche temporale in cui tali SPAC sono state quotate e in cui alcune di queste hanno completato la *business combination*. A tal fine, si è ritenuto necessario riportare nei successivi paragrafi le caratteristiche qualitative più significative.

3.1.1 Overview delle SPAC italiane

Di seguito un'approfondita descrizione di tutte le SPAC costituite fino al 31/12/2019.

Tabella 1: Evoluzione delle SPAC presenti nel mercato italiano al 31/12/2019.

	SPAC	Società post BC	Data quotazione SPAC	Mercato di quotazione	Capitale raccolto (mln)	Data BC	Mercato attuale
	Italy 1 Investment	IVS	27/01/11	MIV	150,00	16/05/12	MTA STAR
	Made in Italy 1	Sesa	27/06/11	AIM Italia	50,00	01/02/13	MTA STAR
(1)	Ipo Challenger	Italian Wine Brands S.p.A.	n.a.	Bond Privato	52,00	n.a.	n.a.
	Industrial Stars of Italy	Lu.Ve.	22/07/13	AIM Italia	50,00	09/07/15	MTA
	Space	Fila	18/12/13	MIV	130,00	01/06/15	MTA STAR
(5)	Greenitaly 1	Prima Vera	27/12/13	AIM Italia	35,00	22/12/15	n.a.
	Industrial Stars of Italy 2	SIT	27/05/16	AIM Italia	50,50	20/07/17	MTA
	Space 2	Avio	31/07/15	MIV	300,00	10/04/17	MTA STAR
	Capital for progress 1	GPI	04/08/15	AIM Italia	51,00	29/12/16	MTA
	Glenalta Food	Orsero	10/11/15	AIM Italia	80,00	13/02/17	MTA STAR
	Innova Italy 1	Fine Food	19/10/16	AIM Italia	100,00	01/10/18	AIM Italia
(1)	Ipo Club 1	Ipo Challenger 1	n.a.	Fondo Chiuso Privato	150,00	n.a.	n.a.
	Crescita	Gruppo Cellular	15/03/17	AIM Italia	130,00	04/06/18	MTA STAR
	Space 3	Aquafil	05/04/17	MIV	152,85	04/12/17	MTA STAR
(1)	Ipo Challenger 1	Pharma Nutra	n.a.	Bond Privato	20,00	n.a.	n.a.
	Glenalta S.p.A.	CFT	19/07/17	AIM Italia	98,00	30/07/18	AIM Italia
	Sprintitaly	Sicit Group	21/07/17	AIM Italia	150,00	04/06/19	AIM Italia
	EPS	ICF	01/08/17	AIM Italia	150,00	14/05/18	AIM Italia
(2)	Capital for progress 2	n.a.	04/08/17	AIM Italia	65,00	-	n.a.
(4)	Spactiv	Elisabetta Franchi S.p.A.	27/09/17	AIM Italia	90,00	-	n.a.
	Industrial Stars of Italy 3	Salcef Group	19/10/17	AIM Italia	150,00	08/11/19	AIM Italia
(2)	IdeaMi	n.a.	11/12/17	AIM Italia	250,00	-	-
	Space 4	Guala Closures	21/12/17	MIV	500,00	06/08/18	MTA
	Spaxs	Illimity	01/02/18	AIM Italia	600,00	05/03/19	MTA
	ALP.I	Antares Vision	01/02/18	AIM Italia	100,00	18/04/19	AIM Italia
(3)	VEI 1	-	27/02/18	AIM Italia	100,00	-	-
(4)	Life Care Capital	Bio General	07/03/18	AIM Italia	140,00	-	-
(3)	Gabelli value for Italy	-	20/04/18	AIM Italia	110,00	-	-
(3) (5)	EPS 2	-	10/05/18	AIM Italia	74,00	-	-
	Archimede	Net Insurance	21/05/18	AIM Italia	47,00	17/12/18	AIM Italia
(3)	The Spac	-	02/08/18	AIM Italia	60,00	-	-
(1)	ELITE Spac-in-cloud	Digital Value	n.a.	AIM Italia	22,50	n.a.	n.a.
	Gear 1	Comer Industry	26/02/19	AIM Italia	30,00	13/03/19	AIM Italia

(1) Veicoli societari tecnicamente differenti dalle SPAC e pertanto esclusi dall'analisi

(2) SPAC per le quali è stata annunciata ma non conclusa la *business combination*

(3) SPAC per le quali non è stata individuata la società *target*

(4) SPAC per le quali è prevista la *business combination* nel 2020

(5) SPAC per le quali Borsa Italiana ha revocato al negoziato delle azioni da AIM Italia

Fonte: Rielaborazione propria su dati Report Beebeez di marzo 2019 e Borsa Italiana

Come si evince dalla tabella, la prima SPAC a essere stata quotata su Borsa Italiana il 27 gennaio 2011 è Italy 1 Investment, società di diritto lussemburghese. È da tale data, dunque, che lo strumento delle *Special Purpose Acquisition Company* ha iniziato a diffondersi nel nostro mercato. Tutte le SPAC successive a Italy 1 Investment, invece, sono state quotate ma anche costituite in Italia.

Dal 2011 al 2019 – ultimo anno solare concluso – sono state quotate 33 SPAC, tuttavia ai fini della presente analisi è stato necessario escluderne 4, poiché presentano alcune caratteristiche tecniche che le rendono più simili alle *pre-booking company*, piuttosto che alle SPAC. Le prime, infatti, pur condividendo la stessa filosofia delle seconde – e cioè la volontà di raccogliere capitali al fine di acquisire una società da portare in Borsa – non si quotano prima della *business combination*. Per completezza d'esposizione, verranno di seguito brevemente descritte:

- Ipo Challenger è un veicolo di investimento non quotato (considerato una sorta di evoluzione della SPAC) che ha raccolto più di 50 milioni di capitali grazie all'emissione presso gli investitori di *bond* convertibili in azioni della *target*. Grazie alla successiva *business combination*, si è dato vita alla società Italian Wine Brands, quotata tramite IPO all'AIM;
- Ipo Club 1 è un fondo chiuso promosso da Azimut Global Consueing nel 2016, il cui scopo è investire in obbligazioni emesse dalle *pre-booking company*, assumendo di conseguenza il ruolo di investitore "seriale" in SPAC⁹⁵;
- Ipo Challenger 1 è un altro veicolo di investimento, promosso dallo stesso Ipo Club 1, nato sulla scia e con le medesime caratteristiche tecniche del suo predecessore Ipo Challenger. La società ha portato alla quotazione Pharmanutra, un'azienda produttrice di dispositivi medici;
- Elite Club Deal, infine, è una tipologia di SPAC altamente innovativa – definita "*in Cloud*" – che per tale motivo si discosta dalle società appena descritte. Si tratta infatti di una piattaforma *online* che mette in contatto gli investitori professionali e i promotori delle società *target*, allo scopo di concordare i termini principali dell'operazione. Subito dopo la negoziazione, inizia la fase di offerta per il reperimento dei capitali. Digital Value, nel 2018, è stata la prima ad adottare questo modello per il suo debutto su Borsa Italiana.

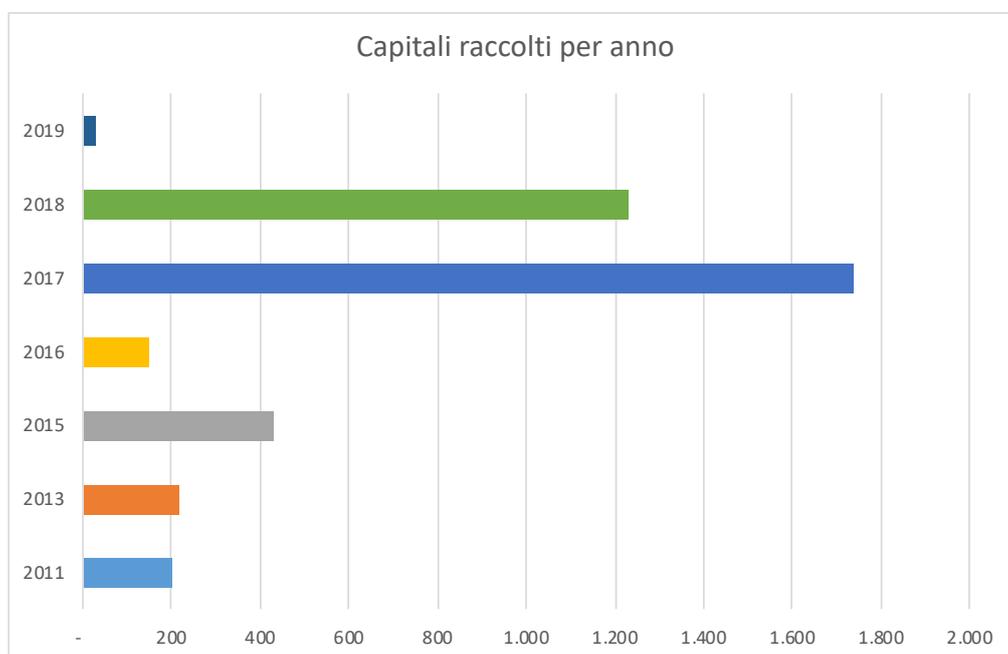
⁹⁵ Ipo Club raccoglie 20 mln euro con Ipo Challenger 1, la sua prima pre-booking company, Bebeez, 12 giugno 2017.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, il campione oggetto d'indagini è stato ristretto alle sole 29 SPAC "tradizionali" presenti ad oggi sul mercato italiano.

Queste SPAC hanno raccolto complessivamente 3.933 milioni di euro, in media circa 103,21 milioni di euro ciascuna. La raccolta di capitali presso gli investitori, in quasi tutti i 29 casi, è stata finalizzata esclusivamente alla ricerca e all'eventuale quotazione di una società *target*.

Come si evince dalla figura sottostante, il 2017 e il 2018 risultano gli anni in cui si è registrata la raccolta maggiore, parallelamente alla progressiva diffusione e comprensione di questo strumento da parte degli investitori. Per contro, il 2012 e il 2014 sono caratterizzati da totale assenza di operazioni.

Figura 6: Quantità di capitali raccolti per anno.

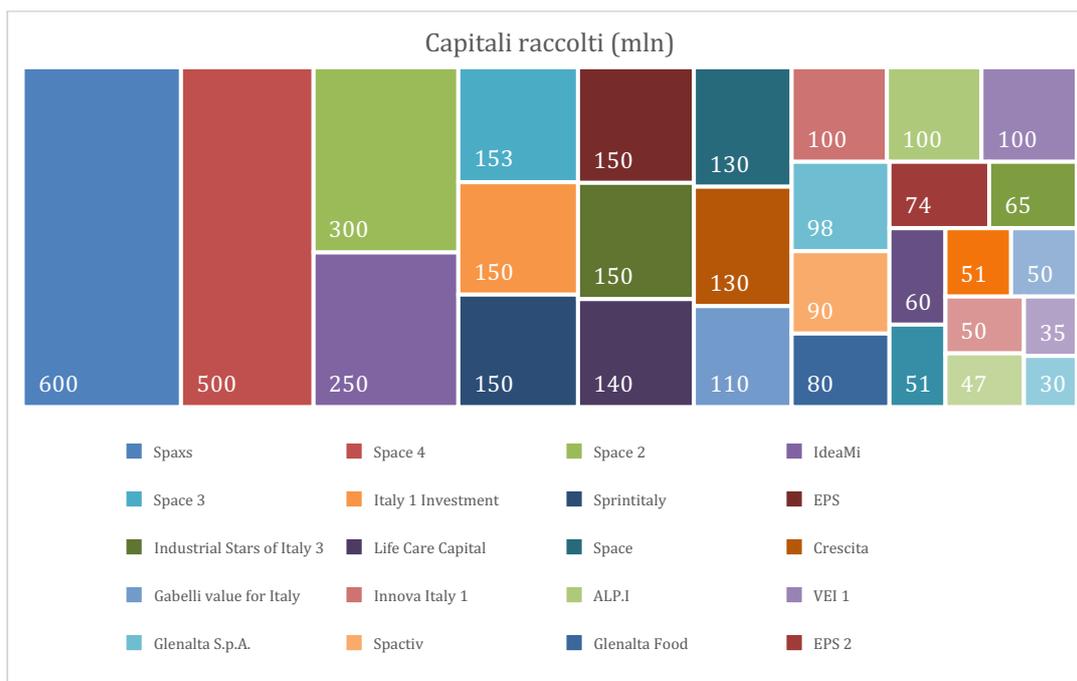


Fonte: Comunicati stampa delle singole SPAC, rielaborazione propria.

La quantità di risorse raccolte nel 2018 è sostanzialmente condizionata dal progetto "SPAXS", per il quale da solo sono stati raccolti ben 600 milioni di euro. Seguono nello stesso anno Space4, con 500 milioni di euro, e nel 2016 Space2 con 300 milioni di euro. Importi così alti di raccolta, rispetto a quanto effettuato dalle altre SPAC, ha certamente incrementato il valore medio sopra segnalato. Le società alle quali ricondurre la minor quantità di risorse reperite risultano essere Green Italy 1 e Gear1, con rispettivamente 35 e 30 milioni di euro. Si noti come le SPAC presenti ad oggi sul mercato, proprio in ragione della quantità di risorse raccolte, possano essere suddivise in tre differenti

cluster: le SPAC “grandi” (nr. 4), quelle su cui gli investitori hanno riposto maggiore fiducia, apportando ad esse risorse per complessivi 1.650 milioni di euro. Pur rappresentando solo il 13% del campione analizzato, detengono il 41% della raccolta totale. Le SPAC “medie” (nr. 12, pari al 41% del totale) invece hanno raccolto risorse che vanno dai 100 ai 153 milioni di euro, per un totale di 1.563 milioni (40% della raccolta totale). Le SPAC “piccole” (46% del totale), infine, sono caratterizzate da una raccolta inferiore ai 100 milioni, per complessivi 781 milioni di euro (19% della raccolta).

Figura 7: Capitali raccolti per SPAC.



Fonte: Comunicati stampa delle singole SPAC.

Si è più volte affermato che la raccolta dei capitali presso il pubblico degli investitori in sede di IPO sia finalizzata alla ricerca e all’investimento nella società *target*. Nel panorama italiano, tuttavia, vi sono stati due casi in cui solo una parte delle risorse finanziarie sono state usate per tale scopo: Space2 infatti ha usufruito della metà dei capitali raccolti per la creazione di una nuova SPAC, mediante una scissione parziale a favore della neocostituita Space3. Quest’ultima, di conseguenza, non ha avuto la necessità di effettuare un’Offerta Pubblica Iniziale, potendo beneficiare dei capitali apportati dalla precedente SPAC. Space3 ha successivamente presentato richiesta di ammissione a quotazione delle proprie azioni e dei propri *warrant*, con inizio delle negoziazioni alla data di efficacia della scissione. Un caso analogo si è verificato con EPS

Equita PEP, la quale ha destinato 74 milioni di euro (su 150 milioni di euro raccolti) a EPS Equita PEP 2, nata anch'essa dalla scissione parziale della prima.

Un ulteriore aspetto direttamente riconducibile alla raccolta dei fondi sopra descritta riguarda il deposito in conti vincolati delle somme. Nell'esperienza italiana esaminata risulta che quasi tutte le SPAC (nr. 23, ossia l'80% del campione) hanno segregato il 100% dei propri fondi in un *escrow account*. La restante parte (nr. 6, pari al 20% del totale), per contro, ne ha depositati il 99%, portando a una media del 99,7%. È evidente come questa caratteristica rappresenti una forma di tutela nei confronti degli investitori, ai quali – da un lato – viene garantita la restituzione dell'intero ammontare in caso di recesso o mancato compimento della *business combination* e – dall'altro – si dà la sicurezza che le risorse non siano immediatamente nella piena disponibilità del *management*. Sulla base documenti di ammissione delle SPAC italiane analizzati si ricava che gli unici importi utilizzati dai promotori in fase di costituzione della SPAC e ricerca della società *target*, sono le risorse iniziali apportate dagli stessi *promoter*, nonché il 100% degli interessi maturati e maturandi sulle *c.d.* somme vincolate⁹⁶. Ciò comporta che gli amministratori si assumano l'obbligo di gestione ottimale delle risorse conferite, al fine di coprire efficientemente i costi di gestione e le spese della SPAC. Nel nostro campione di analisi inoltre le 5 SPAC che ad oggi risultano essere state liquidate – e di cui si parlerà successivamente – presentano una percentuale di fondi vincolati obbligatoria pari al 100%. Secondo alcuni analisti questo specifico approccio contribuirebbe a rassicurare gli investitori verso la possibilità di essere costretti ad approvare una *business combination* in realtà poco appetibile, per scongiurare l'ipotesi di non vedersi restituire quanto conferito.

Secondo altri, un rimborso pari al 100% potrebbe incentivare comportamenti opportunistici da parte degli investitori. Si cita ad esempio Capital For Progress 2, la seconda SPAC, dopo Capital For Progress 1, promossa da Massimo Capuano, Antonio Perricone, Marco Fumagalli, Alessandra Bianchi e Bruno Gatti: la società nell'autunno del 2018 aveva registrato un numero di recessi pari al 57,38% delle azioni ordinarie⁹⁷ impedendo di conseguenza di portare a termine il progetto di *business combination* con la società *target* individuata, ABK Group Industrie Ceramiche Spa. Secondo il sito specializzato "Bebeez", la liquidazione di tale società non è imputabile tanto a un'errata

⁹⁶ Per maggiori informazioni si vedano i documenti di ammissione pubblicati sui siti *internet* delle *Special Purpose Acquisition Company* e presenti sul sito *internet* di Borsa Italiana.

⁹⁷ Risultati dell'esercizio del diritto di recesso e deposito dell'offerta in opzione, Comunicato stampa, 3 novembre 2018, www.capitalforprogress.it.

scelta della *target*, quanto al contesto incerto in cui la SPAC ha operato e che ha per l'appunto favorito il comportamento opportunistico degli investitori: a causa delle condizioni di mercato poco favorevoli e della conseguente depressione delle quotazioni, molti soggetti, "con la prospettiva di essere liquidati a 10 euro, hanno deciso di comprare il titolo che il giorno prima aveva chiuso a 9,2 euro"⁹⁸.

Appare dunque evidente che le percentuali di recesso registrate durante l'assemblea di approvazione della *business combination* possano essere indici del maggiore o minore apprezzamento della *target* da parte dei soci. La soglia massima di tali percentuali, nell'esperienza italiana, si aggira attorno al 30%. In un solo caso, quello di Italy 1 Investment, si è stabilito un limite massimo del 35%, mentre in altri 4 casi (Space, Crescita, Glenalta S.p.A. e Space4) del 33%. In generale le società *target* sono inizialmente poco conosciute ed è per questo che gli investitori potrebbero essere incentivati a esercitare il diritto di recesso: essi non possono avvalersi di un ampio *set* di informazioni per valutare in maniera accurata il possibile investimento. Tra i motivi principali di questa presenza poco consolidata all'interno del mercato – oltre al fatto di non essere quotate – si ravvisano la loro "limitata *brand awarness*"⁹⁹ e le loro modeste dimensioni. In effetti, nei primi anni di diffusione delle SPAC nel nostro paese, si è registrato un elevato numero di recessi (basti pensare che Italy 1 Investment, la prima SPAC Italia, ne ottenne circa il 21%). Si può attribuire questo comportamento alla poca conoscenza dello strumento. Si è assistito col tempo a un'inversione del *trend*, arrivando addirittura a una presenza di recessi pari a zero in certe operazioni (come, ad esempio, quelle di Space1, Space2 e Space3). Ciononostante, continuano a registrarsi casi di percentuali molto elevate. Secondo quanto riportato dagli autori Gigante e Conso, le cause possono essere molteplici: sulla base delle nostre analisi, tuttavia, si potrebbe affermare che ciò sia dovuto principalmente a un orientamento di breve termine da parte degli investitori finalizzato al *trading* speculativo.

Per maggior chiarezza si riporta nella figura sottostante il riepilogo delle percentuali di recesso esercitato da tutte le SPAC al 31 dicembre 2019. IdeaMi e Capital For Progress 2 hanno registrato le soglie più elevate. Per la prima non è stato raggiunto nemmeno il *quorum* deliberativo richiesto per legge nell'assemblea. Industrial Stars of Italy 3 invece aveva inizialmente registrato una percentuale di recessi pari al 34,31%. Per poter

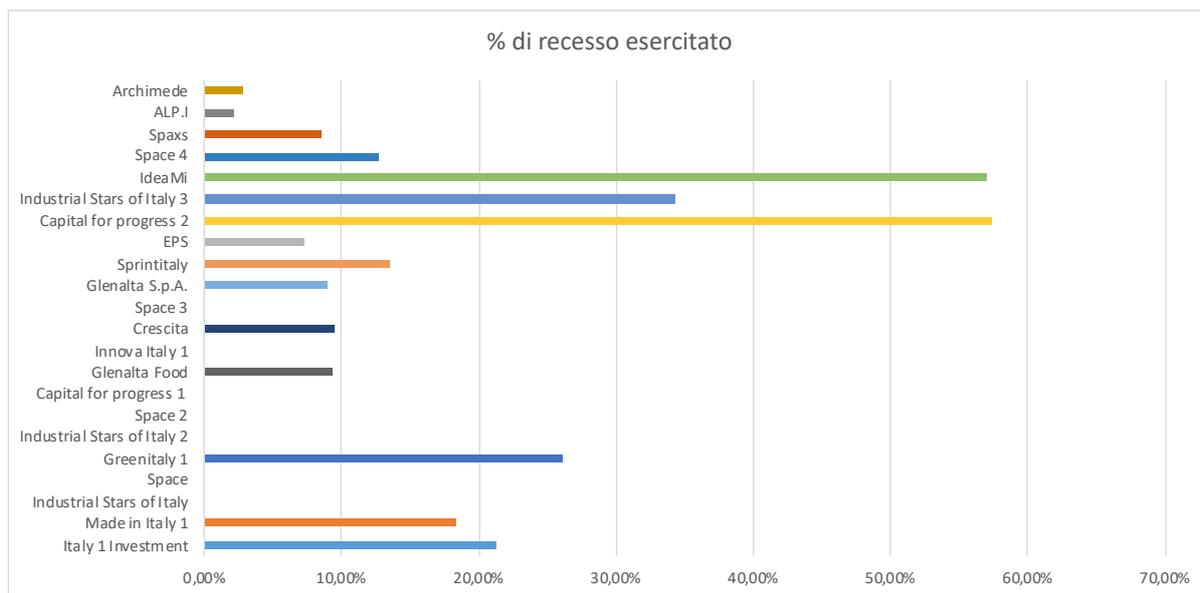
⁹⁸ Si chiude definitivamente l'avventura di Capital For Progress 2. La Spac sarà liquidata. ABK Group libera di scegliere altre strade, *BeBeez*, 4 febbraio 2019.

⁹⁹ Le SPAC in Italia, *Op. cit.*

effettuare ugualmente la *business combination*, tuttavia, è stato offerto in opzione agli altri soci della SPAC il 3,4% delle azioni di coloro che avevano deciso di recedere, abbassando in tal modo la soglia massima stabilita dallo statuto.

Si può notare, infine, come sia stata volontariamente esclusa dal grafico Gear1, l'unica SPAC costituita nel 2019, che ha effettuato la propria *business combination* il 13 marzo 2019 con l'azienda Comer Industry. L'operazione recentemente conclusasi rappresenta un *unicum* nel panorama italiano e proprio per tale motivo merita una trattazione separata. Essa, infatti, viene definita una "*accelerated business combination*": la particolarità risiede nel fatto che l'assemblea degli azionisti ha approvato la fusione tra le due società prima della quotazione delle azioni ordinarie e dei *warrant* della SPAC. Quest'ultima, quindi, non ha seguito il tipico *iter* previsto per tali veicoli, ma ha individuato la società *target* ancor prima di fare il suo ingresso all'AIM. Tale operazione di conseguenza ha implicato la mancata attribuzione "*di alcun diritto di recesso in favore degli investitori che hanno sottoscritto le azioni ordinarie di Gear1 nell'ambito del collocamento privato*"¹⁰⁰.

Figura 8: Percentuali di recesso esercitato per SPAC



Fonte: BeBeez.it, rielaborazione propria.

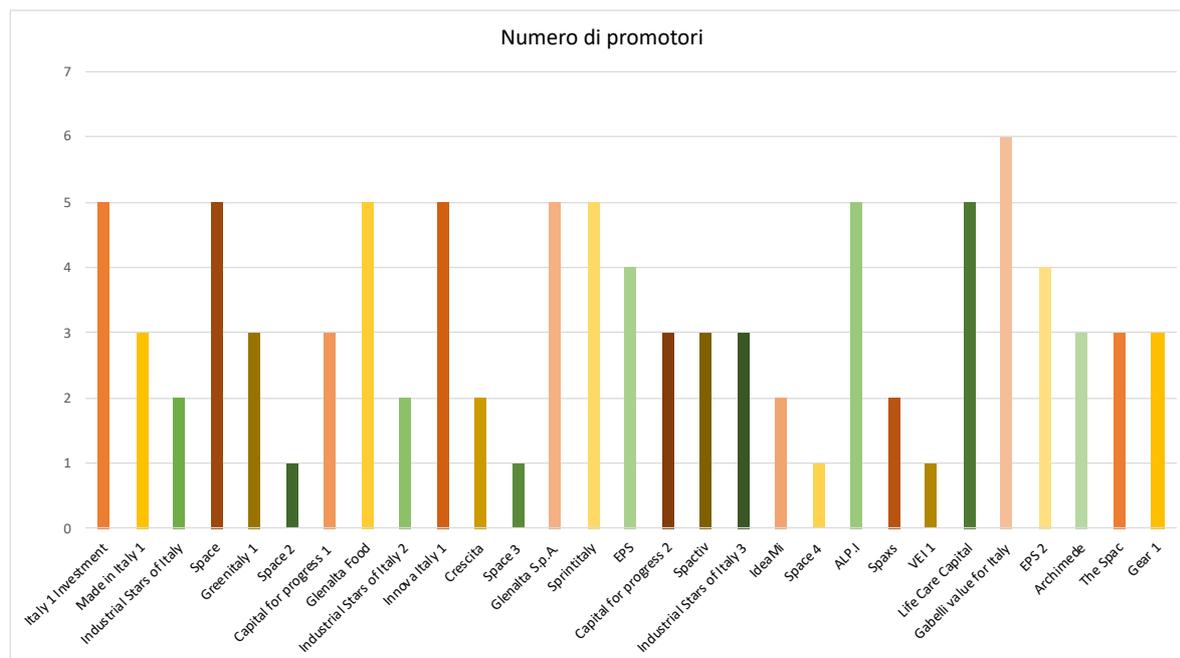
Nell'elenco riportato nella *Tab. 1*, si ravvisa un'ulteriore peculiarità delle SPAC italiane. Si nota infatti che i nomi di alcune società si ripetono, anche a distanza di anni da una quotazione all'altra. In ordine di ingresso nel mercato azionario esse sono: Industrial

¹⁰⁰ Si quota all'Aim Comer Industries, grazie all'*accelerated business combination* con la Spac Gear1, BeBeez, 13 marzo 2019.

Stars of Italy, Space, Capital for Progress, Glenalta ed EPS. Tali SPAC vengono definite “seriali”, in quanto promosse da soggetti particolarmente attivi che fanno seguire alla prima operazione conclusa con successo altre nuove iniziative. Per ora in Italia si registrano solo due insuccessi relativi alle SPAC seriali: il già menzionato caso di Capital for Progress 2 e il caso di EPS 2. Tuttavia, mentre per la prima era stata già individuata la società *target* e di conseguenza annunciata la *business combination*, la seconda è stata liquidata poiché non si sono verificate le condizioni per un’operazione rilevante entro la scadenza. Le restanti SPAC seriali, invece, sono riuscite a concludere con successo le proprie *business combination*, a parere degli esperti principalmente grazie all’esperienza e alle competenze dei *promoter*, molti dei quali infatti provengono dal mondo del *private equity* e hanno ampie conoscenze in tema di operazioni straordinarie.

Analizzando le 29 SPAC presenti sul mercato, inoltre, si rileva un numero medio di promotori pari a 3,27 per società. La SPAC che registra il più alto numero di *promoters* è Gabelli Value For Italy (nr. 6). Le restanti, invece, presentano un *management team* composto nella maggior parte dei casi da 3 o 5 soggetti.

Figura 9: Numero di promotori per SPAC in ordine di data di quotazione.



Fonte: Documenti di ammissione presenti sui siti internet delle società, rielaborazione propria.

I dati registrati nella presente analisi si discostano da quanto riportato nello studio di Lakicevic, Sachmurove e Vulcanovic¹⁰¹: questi, come già accennato nel primo capitolo,

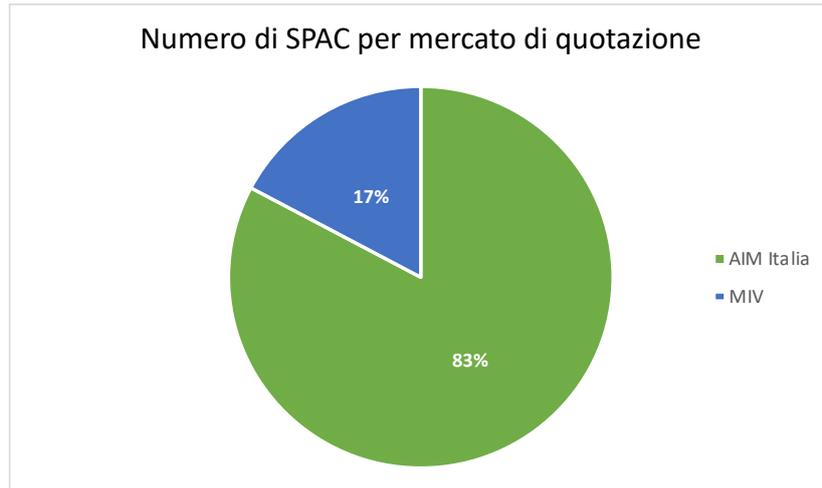
¹⁰¹ *Istitutional Changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPAC), Op. cit.*

utilizzando un cospicuo campione di SPAC statunitensi sorte tra il 2003 e il 2012, cercano di individuare le possibili variabili determinanti per il buon esito dell'operazione rilevante e la loro evoluzione nel tempo. Tra queste caratteristiche si annovera anche il numero di *promoters*. Secondo gli autori, le SPAC statunitensi presentano un *team* composto in media da 5,91 promotori. Il numero inoltre sembra aumentare nelle SPAC di più recente costituzione. In Italia per contro il numero medio di *promoter* è nettamente inferiore. Il dato potrebbe risentire anche della più ristretta base campionaria a disposizione. Inoltre, come rappresentato nella *Fig. 9*, il numero di promotori in Italia non sembra seguire il *trend* di crescita di quelli americani. Una possibile causa è ravvisabile nella maggior novità dello strumento per il mercato italiano. In Italia si osserva poi la presenza delle SPAC seriali, a cui potrebbe attribuirsi la causa della minor crescita del numero di promotori nel tempo.

Si è preso in considerazione quanto osservato da Lakicevic, Sachmurove e Vulcanovic, secondo i quali le SPAC composte da *management team* più numerosi hanno maggior possibilità di portare a termine con successo la *business combination*, grazie soprattutto alle elevate competenze e all'ampio *network* di relazioni posseduti dai *promoter*. Se negli Stati Uniti questa tesi è stata confermata, in Italia i risultati sono ambigui: la già citata Gabelli Value For Italy, ad esempio, pur possedendo il maggior numero di promotori, è altresì annoverata tra quelle SPAC che, nel corso dell'anno, sono state liquidate per la mancata individuazione di una società *target* con cui fondersi. A nostro parere, il motivo di tale insuccesso potrebbe risiedere non tanto nella composizione del *management*, quanto alla politica di investimento scelta: la SPAC, promossa – tra gli altri – da una delle società d'investimento più note negli USA e quotata al NYSE, ha ricercato principalmente società italiane già presenti negli Stati Uniti d'America con necessità di espansione: una caratteristica, questa, molto specifica, che non sempre è ravvisabile nelle nostre PMI, in virtù degli aspetti già trattati nel primo capitolo del presente elaborato. I dati delle restanti SPAC che al 31 dicembre 2019 risultano aver concluso con successo l'operazione rilevante invece confermano quanto sostenuto dagli autori: la maggior parte di queste (35% del campione) infatti sono composte da 5 promotori.

Con riferimento alle preferenze di quotazione, si può evincere dalla figura riportata di seguito come il mercato maggiormente apprezzato dalle SPAC sia l'AIM, dove finora hanno scelto di quotarsi 24 veicoli su 29 (83% del totale).

Figura 10: Numero di SPAC per mercato di quotazione



Fonte: Dati Borsa Italiana, rielaborazione propria.

Il tipo di scelta sembra essere dettato dalla presenza di requisiti più stringenti previsti dal MIV di Borsa Italiana, che dunque spingono le SPAC a propendere per l'AIM. Quest'ultimo infatti, come evidenziato nel precedente capitolo, richiede dei requisiti d'ammissione meno onerosi.

Spesso inoltre, a seguito del compimento dell'operazione rilevante, le società decidono di modificare il mercato di riferimento in cui quotarsi. Tale cambiamento può avvenire anche non contestualmente all'efficacia dell'operazione, ma negli esercizi successivi. La scelta è molto frequente soprattutto per le SPAC presenti nel MIV che, come già detto, è un segmento nato *ad hoc* per i veicoli di investimento: poiché con la *business combination* sono le azioni della società *target* che iniziano a essere scambiate, è naturale che si decida di cambiare il mercato di riferimento. In effetti, si rileva che tutte e 5 le SPAC inizialmente quotate nel MIV si siano rivolte successivamente all'MTA STAR, segmento dell'MTA di Borsa Italiana dedicato alle medie imprese che abbiano una capitalizzazione compresa tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro¹⁰². Anche altre 3 SPAC, precedentemente quotate all'AIM, hanno scelto questo segmento di mercato per le proprie società *target*, mentre altre 3 si sono rivolte all'MTA (senza specificazione del particolare segmento di appartenenza). Le restanti, infine, hanno mantenuto le azioni sull'AIM.

¹⁰² Tra i requisiti richiesti, riportati sul sito di Borsa Italiana, si annoverano:

- alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa;
- alta liquidità (35% minimo di flottante);
- *corporate governance* allineata agli *standard* internazionali.

Sempre con riferimento al mercato di quotazione, si evidenziano due casi – quello di Green Italy 1 e di EPS 2 – per le quali Borsa Italiana ha revocato la negoziazione delle azioni dall'AIM. La prima aveva concluso la *business combination* con la società Prima Vera (in seguito Zephyro) il 22 dicembre 2015 e, dopo soli tre anni – il 23 ottobre 2018 – ne è stato annunciato il *delisting*. Tale revoca è avvenuta a seguito dell'OPA¹⁰³ obbligatoria lanciata da Edison: la società, infatti, aveva annunciato che la sua controllata Fenice avrebbe acquisito il 71,6% del capitale di Zephyro S.p.A. al prezzo di 10,25 euro per azione¹⁰⁴. I promotori della seconda invece non avendo individuato una società *target* entro la scadenza, hanno promosso un'offerta di acquisto su azioni proprie che si è chiusa con un'adesione del 98,61%. Questa operazione ha permesso agli azionisti “di accelerare i tempi di uscita dall'investimento, senza dover aspettare i tempi tecnici della liquidazione della società”¹⁰⁵. A seguito dell'evento, in data 16 dicembre 2019, Borsa Italiana ha disposto la revoca delle azioni ordinarie di EPS 2 dalle negoziazioni sull'AIM.

Come già evidenziato, al 31 dicembre 2019 risultano presenti sul mercato italiano 29 SPAC. Di queste, 21 hanno individuato la società *target* e portato a termine l'operazione rilevante. Esse rappresentano il 72% del totale, il che indica ragionevolmente una progressiva diffusione e accettazione dello strumento tra gli investitori. Il dato dimostra altresì come le SPAC finora costituite siano state in grado di raggiungere con successo l'obiettivo per il quale sono state create.

È opportuno segnalare inoltre che nel corso del 2020 sono state annunciate altre 2 *business combination* da parte delle SPAC Spactiv e Life Care Capital.

Con riferimento alle SPAC liquidate invece si registrano 5 casi di insuccesso: come si evince dalla tabella riportata di seguito, le assemblee degli azionisti di Capital for Progress 2 e IdeaMi, successivamente all'individuazione della società *target* – annunciata in entrambi i casi circa 12 mesi dopo la loro quotazione –, non hanno approvato la *business combination*, obbligando le due SPAC alla liquidazione. Le restanti 3 SPAC invece sono state liquidate a causa della mancata individuazione di una società *target* con cui realizzare l'operazione rilevante entro il termine statutario di durata della società (pari solitamente al ventiquattresimo mese successivo alla data di quotazione).

¹⁰³ Per Offerta Pubblica di Acquisto (di seguito OPA) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari, Borsa Italiana.

¹⁰⁴ Per maggiori informazioni si veda il comunicato stampa pubblicato nel sito www.zephyro.com per conto di Edison S.p.A. il 28 maggio 2018.

¹⁰⁵ EPS Equita PEP Spac 2, acquistato il 98,61% del capitale con il piano di riacquisto delle azioni, *BeBeez*, 12 dicembre 2019.

The Spac, infine, ha dichiarato di avere al vaglio 3 aziende per la propria *business combination*, che dovrà concludersi entro la fine di agosto 2020 al fine di evitare la liquidazione.

Tabella 2: Panoramica delle SPAC liquidate e in scadenza e delle prossime *business combination* annunciate.

SPAC	Target	Data quotazione	Data scadenza
Capital for progress 2	ABK Group Industrie Ceramiche S.p.A.	04/08/17	Liquidata
Spactiv	Betty Blue	27/09/17	Annunciata BC per il 2020
IdeaMi	A. Agrati S.p.a.	11/12/17	Liquidata
VEI 1	-	27/02/18	Liquidata
Life Care Capital	Bio General	07/03/18	Annunciata BC per il 2020
Gabelli value for Italy	-	20/04/18	Liquidata
EPS 2	-	10/05/18	Liquidata
The Spac	-	02/08/18	31/08/20

Fonte: Comunicati stampa delle singole SPAC, rielaborazione propria.

Le SPAC fino ad ora costituite in Italia – ad eccezione di alcuni casi di cui si discuterà nel successivo paragrafo – sembrano non prediligere un determinato settore di appartenenza della *target*, giacché non viene specificata *ex ante* la tipologia di *industry* o di *business* ricercata. La ridotta numerosità del campione disponibile non consente tuttavia di valutare se una maggior focalizzazione dei promotori sui settori possa giovare in termini di buon esito dell’operazione rilevante.

Analizzando poi le 21 *business combination* effettivamente concluse in Italia, si rileva la presenza di operazioni strutturate in modalità molto differenti tra loro. Più precisamente:

- una SPAC (EPS) ha optato per un’acquisizione dell’intero capitale della società *target*;
- in 13 casi, si è assistito a una fusione per incorporazione della società *target* nella SPAC. Di quest’ultime, due hanno anche acquisito una quota di maggioranza;
- nei restanti sei casi, vi è stata una fusione per incorporazione della SPAC nella società *target*.

Tabella 3: Struttura delle business combination.

SPAC	MERCATO DI QUOTAZIONE	MERCATO ATTUALE	STRUTTURA BC
Italy 1 Investment	MIV	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Made in Italy 1	AIM Italia	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Industrial Stars of Italy	AIM Italia	MTA	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>
Space	MIV	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Greenitaly 1	AIM Italia	n.a.	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Industrial Stars of Italy 2	AIM Italia	MTA	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>
Space 2	MIV	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC e acquisizione di una quota di maggioranza
Glenalta Food	AIM Italia	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Innova Italy 1	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Crescita	AIM Italia	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Space 3	MIV	MTA STAR	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Glenalta S.p.A.	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Sprintitaly	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
EPS	AIM Italia	AIM Italia	Acquisizione da parte della SPAC dell'intero capitale della società <i>target</i>
Industrial Stars of Italy 3	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>
Space 4	MIV	MTA	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC e acquisizione di una quota di maggioranza
Spaxs	AIM Italia	MTA	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>
ALP.I	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della società <i>target</i> nella SPAC
Archimede	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>
Gear 1	AIM Italia	AIM Italia	Fusione per incorporazione della SPAC nella società <i>target</i>

Fonte: Progetti di fusione delle singole SPAC, rielaborazione propria.

La fusione diretta (incorporazione della SPAC nella *target*) risulta la modalità più frequente, pari al 62% del totale. La scelta è attribuibile a quanto segue: inglobando la *target*, si assiste a una quotazione automatica e immediata – seppur indiretta – di quest’ultima. Essendo la SPAC già quotata sul mercato infatti sarà sufficiente modificare il nome delle sue azioni attribuendo loro la denominazione della società risultante la fusione. In generale, l’operazione consiste in un aumento di capitale della SPAC e nell’emissione di nuove azioni da offrire ai soci della *target* in cambio delle loro vecchie azioni, che verranno contestualmente annullate.

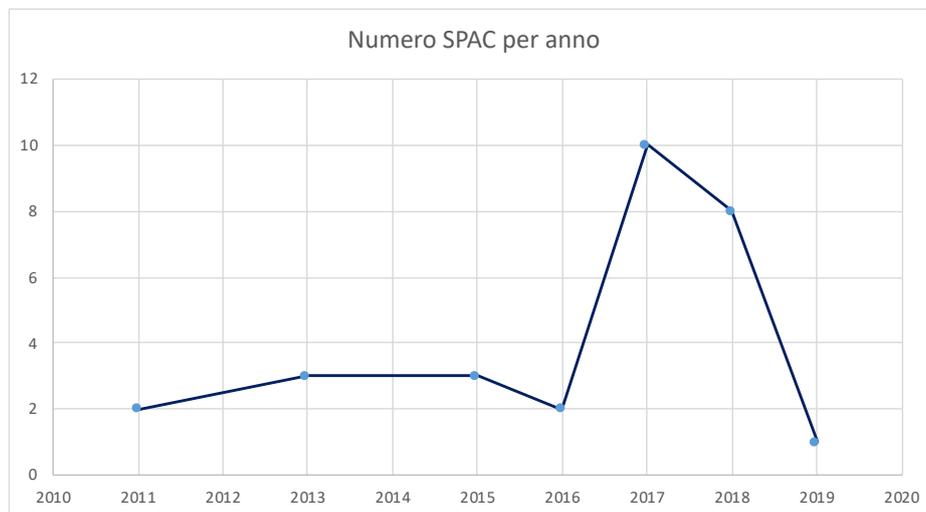
Un’alternativa (scelta dal 29% del campione) può essere la fusione inversa, che prevede l’incorporazione della SPAC nella società *target*. In questo caso si assiste ad un aumento di capitale funzionale all’emissione di nuovi azioni della *target*. Un ulteriore aumento di capitale può essere necessario qualora gli azionisti decidano di esercitare il diritto di conversione dei *warrant*. Questa modalità risulta operativamente più complessa da attuare rispetto alla precedente, poiché è necessario ottenere l’ammissione delle azioni della *target* tramite apposita richiesta a Borsa Italiana.

Infine, si registra un solo caso di SPAC (9% del totale) che ha optato per l’acquisizione dell’intero capitale della *target*, divenendone conseguentemente la *holding*¹⁰⁶. Ciò avviene tramite l’acquisto diretto delle azioni dai soci uscenti.

¹⁰⁶ La *holding company* è una società che detiene una parte, o la totalità, del capitale di altre imprese al fine di controllarne la gestione finanziaria, industriale e commerciale.

Ai fini del presente elaborato, si è ritenuto opportuno svolgere anche un'analisi temporale delle iniziative condotte dalle SPAC italiane. La seguente tabella mostra l'andamento temporale di creazione delle SPAC dal 2011 al 2019, dove vengono messi in relazione l'anno di quotazione delle società, intendendo con esso il primo giorno di negoziazione delle azioni sul mercato, e il numero di veicoli costituiti per ciascun anno.

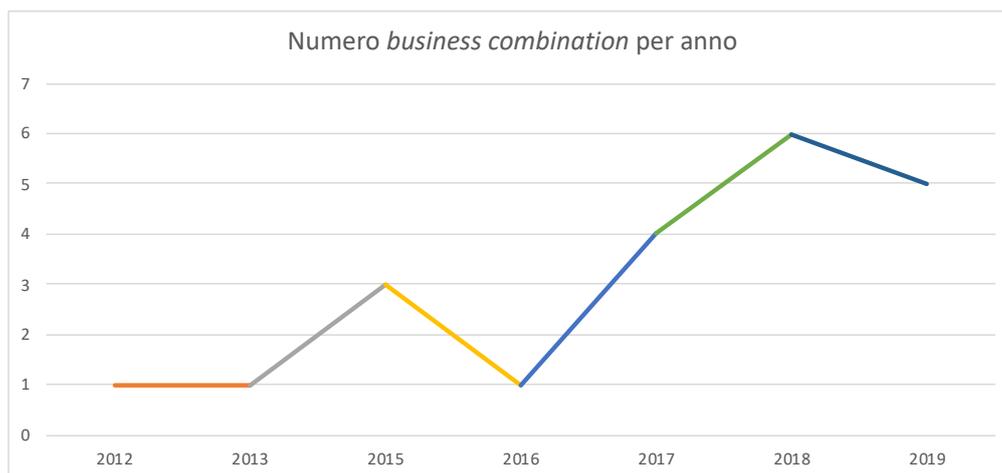
Figura 11: Numero di SPAC costituite per anno.



Fonte: Borsa Italiana e documenti di ammissione, rielaborazione propria.

Il grafico mostra un *trend* crescente, con una presenza molto contenuta nei primi sei anni. Nel 2011, anno in cui viene introdotta la prima SPAC nel mercato italiano, si conta la nascita di solo due società. La medesima situazione si ha poi nel 2016. Per contro, il 2013 e il 2015 registrano un lieve miglioramento, essendo caratterizzati dalla costituzione di tre SPAC per ciascun anno. Nel 2012 e nel 2014 invece si rileva un'assoluta assenza di nuove società quotate sul mercato. Questo andamento inizialmente altalenante è dovuto principalmente alle condizioni di incertezza del contesto macroeconomico italiano correlate all'andamento della crisi. In tale situazione, la propensione al cambiamento per l'adozione di strumenti finanziari innovativi quali le SPAC ha quindi sicuramente rallentato. Solo negli ultimi anni è ripreso lo sviluppo di tali veicoli finanziari: il 2017 e il 2018 hanno infatti visto, rispettivamente, la quotazione di 10 e 8 società. Il 2019 segna un nuovo arresto, con la costituzione di una sola nuova SPAC. In realtà, questo dato va più correttamente interpretato: se da un lato il 2019 è l'anno in cui si è registrato il numero più basso di nuove iniziative, dall'altro, è anche uno dei periodi in cui è stato concluso il maggior numero di operazioni rilevanti dopo il 2018.

Figura 12: Numero di business combination concluse per anno.



Fonte: Borsa Italiana e documenti di ammissione, rielaborazione propria.

Le SPAC hanno in media 24 mesi per poter portare a termine l'obiettivo per le quali sono state costituite: superato il termine senza aver effettuato una *business combination*, quindi, i loro promotori devono necessariamente procedere con la liquidazione della società. Risulta quindi interessante, per ciascuna delle 21 SPAC che hanno concluso l'operazione rilevante, analizzare il *gap* temporale intercorrente tra la data di quotazione delle SPAC e la data di efficacia della *business combination* con le *target*, per verificare in quanto tempo le prime riescono a finalizzare la fusione con le seconde.

Tabella 4: Gap temporale tra data quotazione e business combination.

SPAC	Data quotazione SPAC	Data BC	Gap temporale	< 24 mesi
Italy 1 Investment	27/01/11	16/05/12	15,8	Y
Made in Italy 1	27/06/11	01/02/13	19,5	Y
Industrial Stars of Italy	22/07/13	09/07/15	23,9	Y
Space	18/12/13	01/06/15	17,7	Y
Greenitaly 1	27/12/13	22/12/15	24,2	N
Industrial Stars of Italy 2	27/05/16	20/07/17	14,0	Y
Space 2	31/07/15	10/04/17	20,6	Y
Capital for progress 1	04/08/15	29/12/16	17,1	Y
Glenalta Food	10/11/15	13/02/17	15,4	Y
Innova Italy 1	19/10/16	01/10/18	23,7	Y
Crescita	15/03/17	04/06/18	14,9	Y
Space 3	05/04/17	04/12/17	8,1	Y
Glenalta Sp.A.	19/07/17	30/07/18	12,5	Y
Sprintitaly	21/07/17	04/06/19	22,8	Y
EPS	01/08/17	14/05/18	9,5	Y
Industrial Stars of Italy 3	19/10/17	08/11/19	25,0	N
Space 4	21/12/17	06/08/18	7,6	Y
Spaxs	01/02/18	05/03/19	13,2	Y
ALP.I	01/02/18	18/04/19	14,7	Y
Archimede	21/05/18	17/12/18	7,0	Y
Gear 1	26/02/19	13/03/19	0,5	Y

Fonte: Borsa Italiana, rielaborazione propria.

Il *gap* temporale riportato nella *Tab. 4* è ottenuto dalla differenza tra la data di inizio delle negoziazioni delle azioni della SPAC sul mercato e la data in cui la *business combination* ha efficacia. In questo lasso di tempo, i promotori effettuano la ricerca della società *target*. Le SPAC italiane impiegano dunque in media circa 15,6 mesi per individuare la società con cui fondersi e portarla alla successiva quotazione. Il dato indica inoltre che esse sono relativamente veloci a compiere l'operazione rilevante, giacché impiegano circa il 65% del tempo massimo consentito per legge. Nello specifico, si ravvisano solo due casi in cui è stato raggiunto il termine ultimo per la conclusione dell'integrazione: Green Italy 1 e Industrial Stars Of Italy 3. In realtà, la seconda ha impiegato ben 25 mesi per finalizzare l'operazione rilevante. Il ritardo è stato in parte causato da un elevato numero di recessi da parte dei soci (pari al 34,12%) che ha conseguentemente imposto una nuova offerta in opzione agli altri soci della SPAC. Evidentemente, queste operazioni hanno causato un rallentamento del *timing*. Per contro, le SPAC più rapide nella tempistica ad oggi risultano essere Gear 1 e Archiemde: la prima ha impiegato meno di un mese per concludere l'operazione, mentre la seconda appena sette mesi. Di Gear 1 si è già parlato precedentemente: trattasi dell'unico caso nel nostro Paese di *accelerated business combination*. Come già evidenziato, il progetto di fusione è stato approvato dai soci ancor prima della quotazione della SPAC in Borsa. Archimede presenta una situazione analoga: in questo caso infatti è stata effettuata una *business combination* "programmata"¹⁰⁷ poiché la fusione con la *target* – già individuata – è stata concordata e programmata prima della IPO. La decisione tuttavia si è tradotta inizialmente in una lettera di intenti, subordinata alla successiva sottoscrizione di un accordo vincolante. È evidente che l'esito favorevole di questa prima esperienza abbia indotto i promotori a implementare uno specifico modello di *business combination* (rappresentato, appunto, da Gear 1) che consenta alle PMI *target* di intraprendere un percorso per la quotazione particolarmente celere e snello. Si rileva inoltre, tra le restanti SPAC oggetto d'indagine, che quelle con un *gap* temporale inferiore alla media sono nella maggior parte dei casi quelle seriali. L'esperienza pregressa dei promotori, in effetti, può costituire una variabile fondamentale in tal senso, poiché permette loro di effettuare ricerche e selezioni più mirate o di finalizzare iniziative simili a quelle passate, riducendo di conseguenza le tempistiche. In termini di *gap* temporale, si rileva in ogni caso un miglioramento costante nel tempo man mano che ci si avvicina all'anno 2019.

¹⁰⁷ SPAC e *business combination* "programmata" tra Archimede e Net Insurance, Il Sole 24 Ore, 9 luglio 2018.

3.1.2 Overview delle società target

Per poter concludere in maniera esaustiva l'analisi qualitativa sulle SPAC del nostro Paese, è necessario porre l'attenzione anche sulle società *target* scelte per la *business combination*. Si precisa che, a tale fine, sono state prese in considerazione anche le due aziende per le quali non è stata approvata l'operazione rilevante.

È stato visto in precedenza come ciascuna SPAC fornisca – all'interno della propria strategia d'investimento – i requisiti specifici che una società deve possedere per essere appetibile agli occhi dei promotori, oppure le caratteristiche che possono essere motivo di esclusione. In generale, come detto, le SPAC vengono definite “generaliste”, poiché decidono di non focalizzarsi su settori specifici, né scelgono *ex ante* la tipologia di *business* a cui rivolgersi. Nel nostro Paese sono stati registrati solo 4 casi di SPAC che hanno scelto di concentrare le loro ricerche esclusivamente in predeterminati settori.

Esse sono:

- Green Italy 1, specializzata nelle imprese della *green economy*;
- Glenalta Food, il cui obiettivo è individuare società italiane d'eccellenza nei settori *food & beverage, consumer e retail*;
- Life Care Capitale, focalizzata sul settore *health & life care*, con particolare riferimento, seppur a titolo non esclusivo, ai segmenti relativi a *med-tech, pharma-biotech, patient-care*, Servizi in *outsourcing* per le società operanti nel settore sanitario e farmaceutico e *digital health*;
- Gear1, dedicata al settore della meccanica agricola e industriale.

Come evidenziato nella *Tab. 5*, le società *target* analizzate non presentano particolari criticità in termini di settore di appartenenza: le loro caratteristiche, infatti, risultano in linea con le strategie di investimento¹⁰⁸ delle relative SPAC.

Ad oggi, comunque, non vi è un numero di casi sufficienti per poter ipotizzare se queste aziende avrebbero potuto accedere ugualmente al mercato dei capitali. Si è portati a ritenere che, anche nella migliore delle ipotesi, avrebbero impiegato molto più tempo per raggiungere in maniera “autonoma” la quotazione.

Allo stesso modo, non è possibile affermare che una SPAC di tipo “generalista” sia meno efficace di una SPAC “tematica”, anche se i due veicoli per cui non è stata approvata la *business combination* erano caratterizzati da strategie di investimento generaliste. Tuttavia, a nostro parere non è a questo che va attribuita la causa principale del loro

¹⁰⁸ Per maggiori informazioni circa le strategie di investimento delle SPAC, si rimanda al capitolo precedente.

insuccesso. Lo dimostra il fatto che, delle restanti 21 SPAC, ben 17 sono riuscite a portare a termine l'operazione rilevante pur senza focalizzarsi su predeterminate *industry*.

Si riporta di seguito un riepilogo delle principali attività svolte dalle società *target* e i relativi settori di appartenenza. Si precisa che per la suddivisione nei diversi settori si è scelto di seguire la classificazione ATECO 2007, reperibile sul sito dell'ISTAT. La *Tab. 5* descrive quindi il settore di riferimento di ciascuna *target* nonché il marco-settore di appartenenza.

Tabella 5: Attività principale e settore di riferimento delle società target secondo classificazione ATECO 2007.

Società <i>target</i>	Attività principale	Settore di riferimento	Macro-settore di riferimento
IVS Group	Distribuzione automatica di bevande e snack	Commercio al dettaglio	Commercio all'ingrosso e al dettaglio
Se.Sa	Fornitura di soluzioni ICT per le imprese	Direzione aziendale e di consulenza gestionale	Professionale
Lu.Ve.	Produzione e commercializzazione di impianti per la refrigerazione e il condizionamento	Macchinari ed apparecchiature NCA	Manifatturiero
F.I.L.A.	Produzione e commercializzazione di articoli per le arti visive e plastiche e per il disegno	Manifatturiero - altro	Manifatturiero
Zephyro (ex Prima Vera)	Fornitura di energy management	Lavori di costruzione specializzati	Costruzioni
SIT	Progettazione, produzione e commercializzazione di componenti per apparecchi a gas	Macchinari ed apparecchiature NCA	Manifatturiero
Avio	Produzione e sviluppo di lanciatori spaziali	Mezzi di trasporto - altri	Manifatturiero
GPI	Fornitura di servizi informatici in campo sanitario	Software, consulenza informatica e attività connesse	Informazione e comunicazione
Orsero	Importazione e distribuzione di prodotti ortofrutticoli	Commercio all'ingrosso	Commercio all'ingrosso e al dettaglio
Fine Food & Pharmaceutical	Sviluppo e produzione in conto terzi di forme orali solide destinate all'industria farmaceutica, nutraceutica e dei dispositivi medici.	Alimentare	Manifatturiero
Cellularline	Produzione e commercializzazione di accessori per smartphone e tablet	Commercio all'ingrosso	Commercio all'ingrosso e al dettaglio
Aquafil	Produzione e commercializzazione di fibre sintetiche	Chimico	Manifatturiero
CFT	Produzione e sviluppo di impianti per il settore alimentare	Macchinari ed apparecchiature NCA	Manifatturiero
Sicit Group	Produzione e fornitura di di biostimolanti e ritardanti per il settore agrochimico e industriale	Chimico	Manifatturiero
Industrie Chimiche Forestali	Produzione di adesivi e tessuti	Tessile	Manifatturiero
ABK Group Industrie Ceramiche S.p.A.	Produzione e commercializzazione di pavimenti e rivestimenti ceramici	Prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	Manifatturiero
Salcef Group	Costruzioni ferroviarie	Ingegneria civile	Costruzioni
A. Agrati S.p.a.	Produzione di soluzioni di fissaggio e forniture per il settore automobilistico e industriale	Macchinari ed apparecchiature NCA	Manifatturiero
Guala Closures	Produzione di tappi di sicurezza per bevande	Prodotti in metallo	Manifatturiero
Banca Interprovinciale	Istituto bancario	Finanziario	Finanziario e assicurativo
Antares Vision	Progettazione, produzione e installazione di inspection and track&trace solutions	Computer e prodotti di elettronica e ottica apparecchi elettromedicali	Manifatturiero
Net Insurance	Compagnia assicurativa	Assicurativo	Finanziario e assicurativo
Comer Industry	Progettazione e produzione di sistemi avanzati di ingegneria e soluzioni di mecatronica per la trasmissione di potenza	Macchinari ed apparecchiature NCA	Manifatturiero

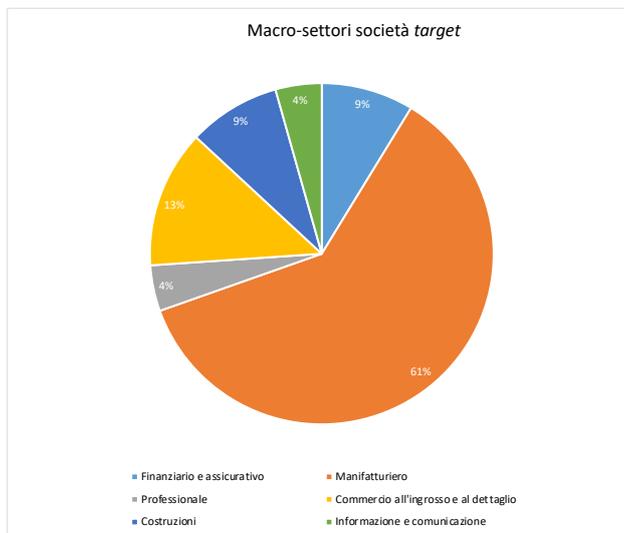
Fonte: Siti internet delle società target, rielaborazione propria.

Dall'analisi delle *target*, si rileva una prevalenza dei settori industriali più tradizionali accompagnati dai settori della tecnologia. Vi sono poi due società appartenenti al mondo delle banche e delle assicurazioni.

Come si evince dal grafico sottostante infatti la maggior parte delle *target* appartiene al macro-settore manifatturiero (61% del campione totale), seguono il settore del

commercio all'ingrosso e al dettaglio (13%), finanziario e assicurativo e delle costruzioni (9%) e infine dell'informazione e professionali (4%).

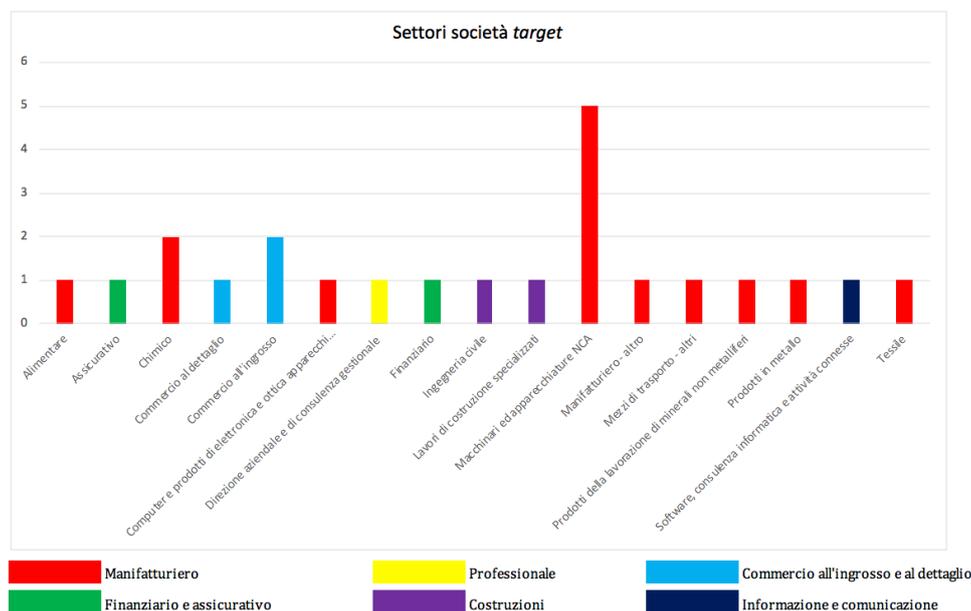
Figura 13: Macro-settori delle società target.



Fonte: Siti internet delle società, rielaborazione propria.

In generale quindi le SPAC scelgono società operanti in una vasta pluralità di macro-settori e, sebbene quello manifatturiero sia rappresentativo di un cospicuo numero di target del campione analizzato, le attività da queste svolte sono così differenti tra loro che è impossibile individuare un'unica tipologia di aziende con caratteristiche univoche dal punto di vista merceologico.

Figura 14: Settori delle società target.



Fonte: Siti internet delle società, rielaborazione propria.

Infatti, come si evince dal grafico sopra riportato, nel macro-settore della manifattura vengono ricomprese le società operanti in 8 differenti settori. Si rileva per numero di società una prevalenza di aziende appartenenti al settore dei macchinari e apparecchiature NCA¹⁰⁹ (36% sul totale del macro-settore) e chimico (14%) ma, anche in questo caso, le attività svolte da ciascuna di esse sono troppo diverse tra loro per poter effettuare una comparazione o individuare le peculiarità comuni.

Sulla base di tali premesse, si può affermare che il settore di appartenenza delle *target* non abbia rappresentato per le SPAC esaminate un aspetto fortemente caratterizzante, tale da incidere sulle loro scelte di intervento. Per tale motivo, si è portati quindi a ritenere che le SPAC non si precludano alcuna *industry*, preferendo concentrarsi sulle caratteristiche specifiche della singola società individuata.

Con riferimento all'area geografica di appartenenza, invece, si conferma quanto già esposto nel primo capitolo: la maggior parte delle società (65% sul totale del campione), in linea con i dati riportati nel rapporto annuale Cerved PMI del 2019, sono collocate nel nord Italia, con una netta preponderanza di aziende del nord-ovest (56%). Il restante 35% invece è composto da *target* con sede nel centro Italia.

3.2 Good SPAC vs Bad SPAC

Uno dei contributi maggiormente significativi in tema di SPAC è stato offerto, a nostro avviso, da Jenkinson e Sousa (2009), autori che hanno concentrato la propria analisi sulla rilevanza segnaletica che il prezzo dell'azione offre nel periodo intercorrente la data di annuncio e la data dell'assemblea che ha il compito di approvare la *business combination*. In questo paragrafo si cercherà di capire in quale misura le conclusioni a cui giungono gli autori possano ritenersi valide anche per le SPAC di diritto italiano. Nel nostro Paese, infatti, nonostante una diffusione di tali veicoli relativamente ampia, esiste un *gap* informativo che la presente analisi tenterà di colmare: ad oggi non sono stati effettuati studi comportamentali sulle azioni e, di conseguenza, sugli investitori che decidono di "scommettere" sulle SPAC.

Il paragrafo è quindi strutturato in due parti: la prima in cui verrà fornita una panoramica della ricerca di Jenkinson e Sousa e dei relativi risultati, la seconda in cui

¹⁰⁹ L'acronimo "NCA" indica tutte quelle attività residuali che non possono essere classificate in altre categorie.

verrà sviluppata l'analisi empirica. Come detto, l'obiettivo del confronto è quello di individuare se, e di quanto, i nostri risultati si discostino da quelli del *paper*.

3.2.1 “Why SPAC investors should listen to the market”

Nel febbraio del 2009, Jenkinson e Sousa pubblicano un *paper* intitolato “*Why SPAC investors should listen to the market*”¹¹⁰, il cui scopo – come già anticipato – è indagare il comportamento segnaletico delle azioni durante due momenti topici della vita di una SPAC: l'*announcement date* e la *decision date*.

L'affermazione principale degli autori è molto significativa: essi infatti concludono che le SPAC, nonostante siano potenzialmente interessanti (ad esempio per il fatto che permettono agli investitori di effettuare un investimento *risk-free* fino all'effettiva implementazione della *business combination*) il più delle volte diano come risultato una 'distruzione di valore'. A loro avviso infatti *investor, founder e promoter* spesso non ascoltano i segnali del mercato, con la conseguenza che più della metà dei *deal* approvati – dati del mercato USA – ha comportato una perdita di ricchezza per chi li ha votati. Gli autori sostengono tuttavia che esista una semplice regola basata sull'osservazione dei *market price* che, se rispettata, porterebbe un investitore razionale ad accogliere solo determinate tipologie di *deal*. La possibilità di osservare i prezzi di mercato delle azioni una volta annunciate le acquisizioni, secondo gli autori, fornirebbe informazioni preziose, utilizzabili in sede assembleare per esprimere un voto più consapevole sulla *business combination*. Ciò vale per tutte le operazioni per le quali gli investitori hanno la totale discrezionalità di esprimersi.

Jenkinson e Sousa per la loro analisi empirica utilizzano un campione formato da 48 SPAC di diritto statunitense. Di queste, 43 vedono finalizzata l'acquisizione, le restanti 15 vengono liquidate. Le 43 SPAC approvate sono a loro volta suddivise in due *cluster*, chiamati “*Good SPACs*” e “*Bad SPACs*”: si definiscono *Bad* quelle SPAC caratterizzate da un prezzo delle azioni alla *decision date* inferiore al pro-quota dei fondi vincolati. Gli investitori quindi, in questo caso, hanno approvato un'operazione rilevante che risulta, secondo il mercato, *value destroying*. Gli autori ritengono che tale comportamento non sia giustificato da un punto di vista razionale, considerando che questi avrebbero la possibilità di votare contro la *business combination* e vedersi restituire la propria quota di risorse segregate.

¹¹⁰ Si rimanda al sotto-paragrafo 1.4.2 del primo capitolo per una panoramica completa della letteratura statunitense di riferimento.

Le *Good* SPAC per contro presentano caratteristiche diametralmente opposte: gli investitori infatti hanno approvato l'operazione quando il prezzo delle azioni era superiore al *trust value per share*¹¹¹. Adottando la tesi secondo cui i prezzi di mercato contengano informazioni rilevanti, quindi, essi hanno dato il benestare solo per quelle operazioni che ci si aspettava creassero valore.

Si riportano di seguito i due sottoinsiemi e i relativi risultati raccolti dagli autori.

Figura 15: "Sample descriptive statistics, according to market signals at decision date".

SPACs that made a GOOD acquisition (20)	Average	Median	Maximum	Minimum
SPAC size (\$mln raised)	65.56	36.15	196.65	9.06
% of IPO proceeds in the trust	90.0%	88.4%	100.0%	85.0%
% of management after the IPO ¹	19.2%	17.9%	35.0%	15.7%
% of warrants issue over common stock	148.5%	164.3%	190.6%	68.9%
N° of days between IPO and announcement date	331	298	557	62
N° of days between announcement date and decision date	300	260	581	170
Share price at announcement date / Actual trust value	104.1%	99.4%	151.5%	94.4%
Share price at day before decision date / Actual trust value	130.6%	117.7%	224.3%	100.8%
SPACs that made a BAD acquisition (23)	Average	Median	Maximum	Minimum
SPAC size (\$mln raised)	65.15	55.20	172.50	17.31
% of IPO proceeds in the trust	91.3%	90.3%	100.0%	85.2%
% of management after the IPO ¹	19.0%	18.7%	22.6%	16.6%
% of warrants issue over common stock	141.0%	161.3%	210.1%	78.9%
N° of days between IPO and announcement date	393	456	588	94
N° of days between announcement date and decision date	246	227	637	140
Share price at announcement date / Actual trust value	97.7%	97.7%	105.0%	92.6%
Share price at day before decision date / Actual trust value	93.4%	96.1%	99.9%	79.0%

Fonte: Jenkinson e Sousa, 2009.

Si rilevano dunque 20 *good* SPAC e 23 *bad* SPAC: in termini di fondi raccolti durante l'IPO, i due gruppi risultano molto simili per dimensioni e detengono la medesima quota (circa il 90%) di proventi in un *escrow account*. Si rileva invece una notevole differenza nei termini temporali occorsi per l'annuncio dell'operazione: infatti nel caso di SPAC "cattive" si registrano 393 giorni per l'annuncio dell'operazione rilevante contro i 331 giorni previsti per le SPAC "buone". Al contrario, la *business combination* delle SPAC "buone" viene approvata in un tempo maggiore rispetto alle "cattive" (300 vs 246 giorni).

Per quanto riguarda il prezzo del titolo alla data dell'annuncio, per le *good* SPAC questo si aggira in media attorno al 104,1% del *trust value per share*, contro il 97,7% per le *bad* SPAC. Non sorprende tuttavia che la differenza principale si registri alla data della

¹¹¹ Per un approfondimento del termine "*trust value*" si rimanda al successivo sotto-paragrafo.

decisione assembleare, ossia dopo che gli investitori hanno valutato l'operazione proposta: per le *good* SPAC il prezzo dell'azione è stato in media il 130,6% del *trust value*, per le *bad* SPAC il 93,4%.

Jenkinson e Sousa analizzano inoltre i rendimenti medi dell'intero campione dopo la data di annuncio della *business combination*: nel complesso, questi risultano essere significativamente negativi (pari cioè a -24% nei sei mesi successivi e a -55% nei dodici successivi). Gli esiti sono ovviamente influenzati dai ritorni medi cumulati delle *bad* SPAC, le quali registrano *performance* negative già dal primo giorno successivo alla data di approvazione della *business combination*. Nei primi sei mesi di negoziazioni, inoltre, esse presentano un rendimento medio del -39%, che diventa pari al -79% dopo un anno. Per contro le *good* SPAC registrano un ritorno medio cumulato sostanzialmente *flat* (-6%) nei primi sei mesi successivi all'approvazione del *deal*, che non risulta essere mai statisticamente diverso da zero.

La conclusione a cui giungono i due autori è che un investitore razionale dovrebbe approvare un *deal* solo quando il prezzo dell'azione all'*announcement date* risulta maggiore del pro-quota dei fondi vincolati, poiché in questo caso la *business combination* viene giudicata *value creating* dal mercato e l'investitore ha la possibilità di ottenere un rendimento significativo. Jenkinson e Sousa si chiedono quindi il motivo per cui, più della metà delle operazioni analizzate, sia stata approvata dagli investitori nonostante il giudizio negativo espresso dal mercato. La conclusione a cui giungono è che, molto spesso, i soggetti maggiormente interessati all'approvazione del *deal* in assemblea (quali promotori e fondatori), decidono di promuovere l'operazione nonostante sia *value destroying* per il mercato. Secondo gli autori ciò è dovuto a un motivo molto semplice: tali soggetti percepiscono un compenso solo qualora la *business combination* vada a buon fine. Di conseguenza, cercheranno di acquistare o far acquistare un numero di azioni tale da poter raggiungere il *quorum* deliberativo stabilito per legge, nonostante i segnali non favorevoli.

3.2.2 L'analisi delle SPAC italiane

Il campione utilizzato per la nostra analisi è composto da 27 SPAC, già ampiamente descritte nel precedente paragrafo. Sono state volutamente escluse due società: la prima, Capital For Progress 1, a causa dell'impossibilità di reperire un numero di dati sufficiente, e la seconda, Gear 1, perché trattasi di una SPAC tecnicamente differente

dalle altre: essa infatti, avendo costituito un'*accelerated business combination*, non ha seguito un *iter* tradizionale e pertanto risulta difficilmente comparabile.

Sei delle SPAC analizzate risultano essere state liquidate (29% sul totale), mentre per le restanti 21 è stata annunciata l'operazione rilevante (71% sul totale). Il nostro esame si concentrerà su quest'ultime.

Ai fini dell'analisi si è proceduto alla raccolta dei prezzi giornalieri delle azioni¹¹² di ciascuna SPAC all'*announcement date* e alla *decision date*¹¹³. Successivamente, è stato calcolato il *trust value per share* di ogni SPAC nelle medesime date. Il *trust value* rappresenta il valore del fondo vincolato (composto da una percentuale di capitali raccolti in sede di IPO) sul totale delle azioni emesse. Generalmente, esso viene incrementato degli interessi che maturano sulle somme investite, i quali sono dunque pari alla differenza tra il valore del *trust* alla data della *business combination* e il suo il valore iniziale:

$$TV = TV_0 + (TV_T - TV_0)$$

Analizzando i documenti di ammissione delle SPAC italiane, si è appreso tuttavia che in realtà in tutti i casi il 100% degli interessi maturati e maturandi vengono utilizzati dai *promoter*, durante tutta la vita della SPAC e fino al completamento dell'operazione rilevante, per far fronte alle spese di ordinaria gestione. Per tale motivo, si è scelto di non considerare tali somme nel calcolo del *trust value per share*, che ai nostri fini sarà quindi semplicemente pari al rapporto tra il valore iniziale del fondo fiduciario e il numero di azioni emesse:

$$TV = \frac{(\text{capitale raccolto})(\% \text{ fondi vincolati})}{\text{nr. azioni emesse}}$$

Si riporta di seguito un prospetto riepilogativo di quanto appena esposto.

¹¹² Si precisa che, al pari degli autori Jenkinson e Sousa, è stato scelto per semplicità di utilizzare esclusivamente i prezzi delle azioni ordinarie e non anche quelli dei *warrant*.

¹¹³ Nel prosieguo della trattazione, la data di annuncio verrà indicata con **t+1**, mentre la data di approvazione dell'assemblea con **t+2**. Si precisa che tali termini sono stati assegnati in maniera discrezionale, ai fini di una maggior semplicità espositiva.

Tabella 6: Riepilogo dei dati raccolti.

SPAC	Capitali raccolti (mln)	% fondi segregati	Nr. Azioni (mln)	TV
Italy 1 Investment	150,00	99%	19	7,92
Made in Italy 1	50,00	100%	5	9,71
Industrial Stars of Italy	50,00	100%	5	9,70
Space	130,00	99%	13	9,56
Greenitaly 1	35,00	100%	4	9,67
Industrial Stars of Italy 2	50,50	100%	5	9,55
Space 2	300,00	99%	31	9,59
Glenalta Food	80,00	100%	8	9,82
Innova Italy 1	100,00	100%	10	9,80
Crescita	130,00	100%	14	9,56
Space 3	153,00	99%	15	9,79
Glenalta S.p.A.	98,00	100%	10	9,80
Sprintitaly	150,00	100%	15	9,80
EPS	150,00	100%	15	9,74
Capital for progress 2	65,00	100%	7	9,71
Industrial Stars of Italy 3	150,00	100%	15	9,69
IdeaMi	250,00	100%	26	9,66
Space 4	500,00	99%	51	9,61
Spaxs	600,00	100%	62	9,71
ALP.I	100,00	99%	10	9,56
Archimede	47,00	100%	5	9,79

Fonte: Bloomberg, Borsa Italiana e documenti di ammissione di ciascuna SPAC, rielaborazione propria.

Per poter comparare il prezzo dell'azione con il *trust value per share* al tempo $t+1$ e $t+2$, è stato necessario capitalizzare il secondo a un tasso di crescita *risk-free*. Questo poiché, come detto, la SPAC comporta un investimento almeno inizialmente quasi privo di rischio, pari semplicemente alla segregazione delle risorse raccolte in un *escrow account*. Il tasso di crescita scelto a tale fine è il 'Rendistato lordo', ossia il rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato che viene pubblicato annualmente da Banca d'Italia. Per ogni SPAC dunque è stato calcolato il numero di giorni intercorsi dall'IPO alle date dell'annuncio e dell'assemblea, ed è stata effettuata una media dei Rendistato mensili, suddivisi per fasce di vita residua, relativi all'anno di ciascuna IPO.

Il *trust value per share* al tempo t sarà pertanto pari a:

$$TV_t = TV(1+rf_t)^t$$

Ai fini di maggior chiarezza si consideri il seguente esempio: per una SPAC che è stata quotata nel 2011 e per la quale è stata annunciata la *business combination* dopo un anno e due mesi, viene utilizzato il 'Rendistato' mensile medio lordo relativo all'anno 2011, rappresentativo dei titoli aventi scadenza entro i quindici mesi successivi.

In tal modo, è possibile avere una stima più puntuale del *trust value per share* capitalizzato.

Si riporta di seguito una tabella contenente i risultati ottenuti.

Tabella 7: Bad e Good SPAC alla data dell'assemblea.

SPAC	TV	risk-free t+2	TV t+2	P t+2	SPAC t+2
Italy 1 Investment	7,92	0,0090%	8,24	9,90	Good
Made in Italy 1	9,71	0,0090%	10,17	10,00	Bad
Industrial Stars of Italy	9,70	0,0048%	10,02	11,35	Good
Space	9,56	0,0034%	9,70	10,85	Good
Greenitaly 1	9,67	0,0048%	9,97	9,70	Bad
Industrial Stars of Italy 2	9,55	-0,0007%	9,52	12,51	Good
Space 2	9,59	0,0003%	9,61	10,50	Good
Glenalta Food	9,82	0,0003%	9,83	9,95	Good
Innova Italy 1	9,80	0,0000%	9,80	10,30	Good
Crescita	9,56	-0,0010%	9,52	9,90	Good
Space 3	9,79	-0,0012%	9,77	12,50	Good
Glenalta S.p.A.	9,80	-0,0012%	9,77	10,00	Good
Sprintitaly	9,80	-0,0001%	9,80	13,70	Good
EPS	9,74	-0,0012%	9,71	9,98	Good
Capital for progress 2	9,71	-0,0006%	9,68	9,55	Bad
Industrial Stars of Italy 3	9,69	-0,0001%	9,68	9,85	Good
IdeaMi	9,66	-0,0012%	9,62	9,35	Bad
Space 4	9,61	-0,0012%	9,59	9,90	Good
Spaxs	9,71	-0,0005%	9,70	9,98	Good
ALP.I	9,56	0,0008%	9,59	10,50	Good
Archimede	9,79	-0,0005%	9,78	9,75	Bad

Fonte: Bloomberg e Banca d'Italia, rielaborazione propria.

Nel campione analizzato, si rilevano solo 5 società *Bad* e ben 16 *Good*. Questo dato, interpretato secondo il modello degli autori Jenkinson e Sousa, può significare che gli investitori delle SPAC italiane seguano maggiormente i segnali del mercato, rispetto agli investitori del mercato USA. È inoltre da segnalare che, delle cinque SPAC considerate “cattive”, due (Capital For Progress 2 e IdeaMi) non hanno ricevuto il benestare per l’attuazione della *business combination* in sede assembleare, facendo diminuire ancor di più il numero di *Bad* SPAC individuate. Anche questo aspetto risulterebbe in linea con quanto affermato da Jenkinson e Sousa: un investitore razionale non dovrebbe approvare la *business combination* di una SPAC le cui azioni hanno un prezzo inferiore al *trust value* nel medesimo periodo.

Da questo punto di vista, la prima parte dell’analisi può ritenersi soddisfacente per le SPAC italiane, che paiono non seguire il *trend* “negativo” rilevato da Jenkinson e Sousa nel mercato statunitense.

Successivamente sono state analizzate ulteriori caratteristiche dei due *sub*-gruppi, riassunte nella tabella riportata di seguito. Alcune variabili ¹¹⁴ sono state necessariamente escluse a causa dell'impossibilità di reperire dati sufficientemente puntuali.

Tabella 8: Suddivisione del campione in "Bad" e "Good" SPAC e relative caratteristiche.

GOOD SPAC	MEDIA	MEDIANA	MASSIMO	MINIMO
capitali raccolti (mln)	181	140	600	50
% fondi vincolati	100%	100%	100%	99%
nr. di giorni tra IPO e <i>announcement date</i>	336	337	596	71
nr. di giorni tra <i>announcement date</i> e <i>decision date</i>	58	50	122	33
prezzo _{t+1} / trust value _{t+1}	108%	104%	137%	97%
prezzo _{t+2} / trust value _{t+2}	112%	106%	142%	102%

BAD SPAC	MEDIA	MEDIANA	MASSIMO	MINIMO
capitali raccolti (mln)	89,4	50	250	35
% fondi vincolati	100%	100%	100%	100%
nr. di giorni tra IPO e <i>announcement date</i>	369	322	545	183
nr. di giorni tra <i>announcement date</i> e <i>decision date</i>	57	43	105	0
prezzo _{t+1} / trust value _{t+1}	100%	100%	102%	99%
prezzo _{t+2} / trust value _{t+2}	98%	99%	102%	95%

Fonte: Bloomberg, Borsa Italiana, Banca d'Italia e documenti di ammissione di ciascuna SPAC, rielaborazione propria.

Anche in questo caso è possibile evidenziare le peculiarità dell'esperienza italiana rispetto a quanto rilevato dagli autori statunitensi. Contrariamente al campione USA, le SPAC italiane si differenziano nettamente tra *Good* e *Bad* in termini dimensionali: le prime infatti hanno raccolto in media il doppio delle risorse rispetto alle seconde.

Si riscontrano invece similitudini con riferimento alle percentuali di capitali detenuti nei *trust* (media del 100% in entrambi i casi).

Al contrario di quelle statunitensi inoltre le *Good* SPAC italiane impiegano meno tempo ad annunciare la *business combination*: si registra infatti una media di 336 giorni contro i 369 delle *Bad* SPAC. Tale risultato si dimostra tuttavia in linea con la reazione del mercato: un giudizio positivo infatti può essere collegato al minor tempo impiegato da una SPAC per individuare la *target* e per comunicare la volontà di effettuare con essa un'operazione di fusione.

Il *deal* viene approvato con circa le stesse tempistiche (con una media di 58 giorni per le prime e di 57 per le seconde). In questo senso quindi non si registrano differenze significative.

¹¹⁴ Sono state escluse la percentuale di *management* dopo l'IPO e la percentuale di *warrant* per azioni ordinarie.

Evidenti analogie con i risultati dell'analisi di Jenkinson e Sousa si riscontrano invece per quanti riguarda i prezzi azionari. Per le *Good* SPAC infatti, al momento dell'annuncio, il prezzo è pari in media al 108% del valore pro-quota dei fondi segregati (con mediana attorno al 104%), mentre per le *Bad* è pari al 100% (con mediana attorno al 100%). In linea con le aspettative si rileva inoltre una differenza ancora più sostanziale tra i due gruppi alla data dell'assemblea: le *Good* SPAC registrano un prezzo dell'azione pari in media al 112% del valore del *trust*, mentre per le *Bad* questo si attesta attorno al 98%.

Sulla base dei risultati sopra esposti, si potrebbe affermare che in Italia possa riscontrarsi finora un utilizzo più regolare di questo strumento di investimento, rendendo meno probabile il condizionamento di *promoter* e fondatori sul buon fine dell'operazione allo scopo principale di ottenere una remunerazione.

Per ciascuna SPAC, inoltre, è stato calcolato il rendimento medio giornaliero per un arco temporale che va dal giorno successivo all'assemblea al giorno antecedente la *business combination*. Si precisa che sono state escluse dal campione le due SPAC che non hanno ricevuto il benestare da parte dell'assemblea, poiché ritenute poco significative con riguardo all'obiettivo di valutare se il rendimento di ciascuna società è in linea con la sua natura "*good*" o "*bad*". I risultati sono riportati nella tabella seguente.

Tabella 9: rendimenti medi SPAC.

SPAC	Good/Bad	Rend. medio
Italy 1 Investment	Good	0,051%
Made in Italy 1	Bad	0,193%
Industrial Stars of Italy	Good	0,098%
Space	Good	0,179%
Greenitaly 1	Bad	-0,055%
Industrial Stars of Italy 2	Good	0,140%
Space 2	Good	0,285%
Glenalta Food	Good	0,266%
Innova Italy 1	Good	-0,049%
Crescita	Good	-0,101%
Space 3	Good	0,048%
Glenalta S.p.A.	Good	-0,040%
Sprintitaly	Good	-0,400%
EPS	Good	0,005%
Capital for progress 2	Bad	n.a.
Industrial Stars of Italy 3	Good	-0,010%
IdeaMi	Bad	n.a.
Space 4	Good	0,011%
Spaxs	Good	0,026%
ALP.I	Good	0,094%
Archimede	Bad	0,099%

Fonte: Bloomberg, rielaborazione propria.

I risultati appaiono confermare solo parzialmente le aspettative: quasi tutte le SPAC (67% del campione) giudicate *Good* alla data dell'assemblea presentano dei rendimenti maggiori di zero nell'arco di tempo considerato, segno di un giudizio positivo da parte del mercato anche successivamente alla data dell'assemblea. Si evidenziano tuttavia delle eccezioni: vi sono alcune SPAC che pur essendo classificate come "*Bad*" presentano rendimenti positivi e, viceversa, alcune SPAC "*Good*" con rendimenti negativi. I motivi di tale apparente contrapposizione possono essere imputabili a molteplici cause, non necessariamente collegabili all'operazione rilevante ma anche esterni a essa. Su queste evidenze si è riscontrato, in almeno un caso (quello di Glenalta Spa), che "l'anomalia" è attribuibile a fattori esogeni alla *business combination*. La SPAC in questione infatti ha subito gli effetti dei *c.d.* rischi reputazionali¹¹⁵, per via delle accuse di dichiarazione fraudolenta continuata da parte della Procura di Parma nei confronti dell'Amministratore Delegato e il Presidente della società¹¹⁶.

Anche in questo caso si evidenzia una situazione complessivamente favorevole che si discosta da quella rilevata dagli autori Jenkinson e Sousa per le SPAC USA: sia le *Good* sia le *Bad* SPAC, infatti, presentano dei rendimenti medi cumulati *flat*, ma positivi (pari rispettivamente allo 0,6% e allo 0,4%), fenomeno interpretabile come una ormai progressiva accettazione dello strumento presso il nostro mercato.

3.3 La reazione del mercato

A conclusione di quanto detto finora si è ritenuto necessario effettuare un'analisi sulle reazioni del mercato al verificarsi di due eventi tipici per una SPAC: l'annuncio della *business combination* e la *business combination* vera e propria. Il fine ultimo è capire se il mercato italiano reputi significativi tali eventi.

Il campione scelto è il medesimo utilizzato per la precedente analisi: trattasi di tutte le SPAC presenti al 31 dicembre 2019 che abbiano almeno annunciato la volontà di effettuare un'operazione rilevante. Anche in questo caso sono state escluse, per le ragioni di cui sopra, le società Capital For Progress 1 e Gear 1.

Una volta individuata la popolazione di riferimento sono stati reperiti dalla banca dati Bloomberg i prezzi giornalieri di ciascuna SPAC dalla data di quotazione fino al giorno antecedente la *business combination*. A partire dalla data della *business combination* e

¹¹⁵ Si definisce "reputazionale" il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell'immagine dell'azienda da parte di clienti, controparti, azionisti, investitori o autorità di vigilanza.

¹¹⁶ *CFT (ex spac Glenalta), accuse di dichiarazione fraudolenta continuata, Milano Finanza.*

fino al 31 dicembre 2019 invece sono stati acquisiti i prezzi giornalieri delle società *target*. Questo perché, come noto, una volta portata a termine l'operazione rilevante le azioni della SPAC non vengono più negoziate nel mercato borsistico, lasciando il posto a quelle della *target* (la quale nel frattempo ha concluso l'*iter* per la quotazione).

Dalla medesima banca dati è stato ottenuto anche il valore giornaliero dell'indice FTSE MIB, usato come *benchmark*, in quanto ritenuto l'indice azionario maggiormente significativo e completo di Borsa Italiana, calcolato e diffuso durante la fase di negoziazione continua in tempo reale e alla chiusura della seduta borsistica. Il paniere sottostante è formato dai principali 40 titoli dei mercati MTA e MIV, selezionati in funzione di liquidità e capitalizzazione¹¹⁷.

Per l'analisi inoltre si è scelto di utilizzare un *event study*, ossia un metodo di analisi statistica il cui fine è esaminare il comportamento di una serie storica di dati al verificarsi di uno o più eventi nel periodo di interesse.

Il presente lavoro verte dunque sull'analisi delle eventuali differenze tra i singoli rendimenti delle SPAC e il rendimento del *benchmark*, ossia sui rendimenti significativamente anomali.

Dopo aver individuato le due *event date* – ossia la data di annuncio della *business combination* e la data della sua efficacia – sono state determinate l'*event window*, pari ai 5 giorni attorno agli *event date*, e l'*estimation window*, ossia una finestra temporale di 30 giorni che va dal sessantesimo giorno al trentesimo giorno antecedenti l'*event date*.

Successivamente, mediante una regressione statistica¹¹⁸, si è provveduto a calcolare il *predicted return* per ogni data di interesse di ciascuna SPAC. Questo rappresenta il rendimento atteso che ci si aspetta di ottenere, tenuto conto del *benchmark* di mercato e dei prezzi delle singole società.

Al rendimento previsto è stato poi sottratto il rendimento giornaliero calcolato nelle medesime date per ciascuna SPAC, ottenendo l'*abnormal return*.

Su questo valore, è stato effettuato un *t-test*¹¹⁹, al fine di verificare l'eventuale significatività statistica della differenza appena calcolata. Affinché la variazione sia

¹¹⁷ Indice FTSE MIB, Glossario, Borsa Italiana.

¹¹⁸ La regressione è quella tecnica statistica utilizzata per studiare le relazioni che intercorrono tra due o più caratteri (variabili) statistici.

¹¹⁹ Il *t-test* è un *test* statistico di tipo parametrico il cui scopo è verificare se il valore medio di una distribuzione si discosta significativamente da un certo valore di riferimento.

significativa e statisticamente diversa da zero, il $p\text{-value}$ ¹²⁰ deve risultare inferiore a 0.05.

Nella tabella seguente, si riporta quanto ottenuto dall'analisi con riferimento alla data di annuncio della *business combination*. La colonna denominata "coefficiente" riporta i risultati ottenuti dalla regressione sopra menzionata: un coefficiente inferiore a zero è indice di una reazione negativa del mercato, viceversa un coefficiente superiore a zero è segno di una reazione positiva dello stesso. L'ultima colonna illustra i risultati ottenuti dal *t-test*.

Tabella 10: Reazione del mercato alla data di annuncio della *business combination*.

SPAC	Data	Coefficiente	Pr(T > t)
Italy 1 Investment	02/03/12	0.2823	0.8247
Made in Italy 1	15/10/12	-0.0113	0.2102
Industrial Stars of Italy	26/01/15	-0.0292	0.1714
Space	15/01/15	-0.0428	0.9123
Greenitaly 1	25/06/15	0.1299	0.4698
Industrial Stars of Italy 2	25/02/17	-0.0369	0.7745
Space 2	20/10/16	-0.1097	0.7104
Glenalta Food	28/10/16	-0.0533	0.3444
Innova Italy 1	07/06/18	0.2068	0.4293
Crescita	18/01/18	-0.0745	0.0698
Space 3	15/06/17	10.343	0.3613
Glenalta S.p.A.	27/02/18	-0.1165	0.4600
Sprintitaly	11/01/19	0.0467	0.5944
EPS	19/01/18	0.1221	0.4373
Capital for progress 2	19/06/18	0.0092	0.4059
Industrial Stars of Italy 3	15/04/19	-0.001	0.8762
IdeaMi	29/10/18	0.0675	0.9754
Space 4	16/04/18	0.0847	0.0017
Spaxs	13/04/18	-0.0082	0.7022
ALP.I	19/12/18	-0.0207	0.9609
Archimede	20/11/18	-0.2692	0.5503

Fonte: Bloomberg, rielaborazione propria.

L'analisi effettuata ha registrato una situazione pressoché *flat*: in un solo caso infatti – quello di Space 4 – vi è stata una reazione significativamente diversa da zero e positiva. È quindi possibile affermare che la particolare forma tecnica delle SPAC non influenzi il giudizio del mercato alla data di annuncio.

¹²⁰ Il $p\text{-value}$ rappresenta la probabilità di ottenere risultati uguali o meno probabili di quello osservato durante il *test*, supposta vera l'ipotesi nulla. Tale valore, aiuta quindi a capire se la differenza tra il risultato osservato e quello ipotizzato è dovuta alla casualità introdotta dal campionamento, oppure se tale differenza è statisticamente significativa, cioè difficilmente spiegabile mediante la casualità dovuta al campionamento.

Per quanto riguarda invece i risultati ottenuti alla data di efficacia dell'operazione di fusione, si rileva quanto segue:

Tabella 11: Reazione del mercato alla data della business combination.

SPAC	Data	Coefficiente	Pr(T > t)
Italy 1 Investment	16/05/12	0.0245	0.0315
Made in Italy 1	01/02/13	-0.1395	0.0794
Industrial Stars of Italy	09/07/15	-0.1020	0.4402
Space	01/06/15	-0.4853	0.0365
Greenitaly 1	22/12/15	0.0147	0.5462
Industrial Stars of Italy 2	20/07/17	0.1637	0.4988
Space 2	10/04/17	0.0390	0.3005
Glenalta Food	13/02/17	0.0608	0.6191
Innova Italy 1	01/10/18	0.1100	0.8322
Crescita	04/06/18	0.1747	0.3701
Space 3	04/12/17	0.2802	0.1107
Glenalta S.p.A.	30/07/18	0.2599	0.2116
Sprintitaly	04/06/19	-0.3493	0.7714
EPS	14/05/18	0.0883	0.4855
Capital for progress 2	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial Stars of Italy 3	08/11/19	-0.0296	0.9842
IdeaMi	n.a.	n.a.	n.a.
Space 4	06/08/18	0.0488	0.1623
Spaxs	05/03/19	0.4864	0.0285
ALP.I	18/04/19	-0.2856	0.2213
Archimede	17/12/18	-0.2368	0.5910

Fonte: Bloomberg, rielaborazione propria.

In questo caso il mercato registra una reazione statisticamente significativa in tre occasioni:

- Italy 1 Investment è la prima SPAC a essere stata quotata sul mercato italiano. In questo caso il giudizio positivo del mercato potrebbe essere imputabile alla novità che essa ha rappresentato per gli investitori del nostro Paese e alle conseguenti aspettative;
- Space è la prima SPAC di diritto italiano che è stata costituita in forma di Siv e che ha quindi debuttato sul mercato a queste dedicato. Tutte le precedenti SPAC erano state quotate all'AIM, effettuando solo successivamente l'eventuale passaggio in un altro segmento di mercato (quale ad esempio l'MTA STAR). Il mercato sembra aver reagito negativamente e la motivazione potrebbe essere in parte riconducibile a questa scelta;

- Spaxs è la SPAC che ha portato alla quotazione la società Illimity. In linea con le aspettative, il mercato ha espresso un giudizio favorevole: le motivazioni legate a questa reazione a nostro avviso possono essere imputabili sicuramente alla novità che essa ha rappresentato, trattandosi di una *start-up* bancaria, ma anche alla consistente attività di marketing e pubblicità che è stata promossa, nonché dalla notorietà precedentemente acquisita di alcuni suoi fondatori.

Conclusioni

Dai risultati dell'analisi effettuata sul campione delle SPAC prese in esame per il presente lavoro di tesi, è possibile valutarne l'esperienza in Italia fin qui complessivamente positiva. Nonostante una percezione diffusa circa la complessità tecnica dello strumento, unita alla sua novità, il mercato sembra aver accolto con favore le iniziative della specie che gli sono state via via presentate.

Al 31 dicembre 2019 risultano costituite 33 SPAC: la prima è stata nel 2011 Italy 1 Investment, la quale tuttavia rappresenta un *unicum*, essendo una società di diritto lussemburghese, pur se quotata sul mercato italiano.

Il campione non ha ricompreso altri quattro veicoli finanziari a causa della loro differente forma tecnica (trattasi infatti di strumenti finanziari simili alle *pre-booking company*), nonostante condividano con le SPAC le medesime finalità. Il campione analizzato è quindi composto da 29 SPAC intese nel senso stretto della definizione.

Queste SPAC hanno raccolto complessivamente capitali per 3.933 milioni di euro (in media 103,21 milioni di euro ciascuna), con un *trend* di progressivo incremento negli anni (e *clou* nel biennio 2017-2018 con totali 18 operazioni), il che è interpretabile come indice di una crescente confidenza verso lo strumento e conseguente diffusione sia tra le imprese sia tra gli investitori.

Per un possibile termine di paragone quantitativo, pur presente la sostanziale differenza tra i due strumenti (l'uno di *equity* e l'altro di debito), si vogliano prendere a riferimento i dati di operatività delle emissioni di *minibond* realizzate a partire da novembre 2012, secondo i dati più recenti a disposizione¹²¹: si registrano complessivamente 801 emissioni, per un valore nominale totale di oltre 5,5 miliardi di euro (di cui poco meno di 2 miliardi di euro relativi a PMI).

Un *trend* favorevole nel tempo, seppur meno incisivo, è registrabile anche in termini di percentuale di recessi esercitati durante l'assemblea di approvazione del *deal*: anche a questo indicatore si può dare valenza positiva, nella misura in cui possa rappresentare una diminuzione del numero di investitori che si avvicinano alla SPAC con prospettive di breve termine, di tipo puramente speculativo. A prescindere dalle sue cause, in generale il fenomeno dei recessi non sembra comunque incidere sul buon esito dell'operazione rilevante.

¹²¹ Sesto Rapporto Italiano sui *Minibond*, Osservatorio *Minibond* del Politecnico di Milano, Febbraio 2020.

Il numero medio di *promoter* delle SPAC italiane risulta leggermente inferiore di quello rilevato dagli studi delle SPAC statunitensi (3,27 vs 5,91) e non sembra seguire il medesimo *trend* di crescita. Ciò può essere dovuto da un lato alla più ristretta base campionaria a disposizione e dall'altro a una peculiarità delle nostre SPAC, vale a dire la presenza delle SPAC cosiddette *seriali*, come vengono definite quelle che presentano sempre il medesimo *management team*.

Si riscontra in ogni caso nell'esperienza italiana un significativo numero di SPAC che ha raggiunto con successo l'obiettivo stabilito: il 72% del campione analizzato ha infatti individuato la società *target* e portato a termine l'operazione rilevante. Ciò potrebbe attribuirsi anche al coinvolgimento nelle iniziative di un nucleo selezionato e tendenzialmente stabile di investitori. Sono solo cinque invece i casi di insuccesso registrati. Al momento della redazione di questo testo inoltre risultano essere state annunciate per il 2020 due nuove *business combination*. L'indicazione di una crescente diffusione dello strumento è ricavabile oltre che, come detto, dalla progressiva crescita nel tempo del numero dei nuovi veicoli, anche dal fatto che la maggior parte delle *business combination* si è oggi conclusa.

L'analisi effettuata evidenzia inoltre una certa rapidità delle SPAC italiane nel portare a termine l'operazione rilevante, con una media di 15,6 mesi dal momento della loro quotazione. Questa caratteristica probabilmente può dipendere dalla presenza delle SPAC seriali sopra menzionate e dalla messa in atto di due *business combination* definite, rispettivamente, "programmata" e "accelerated", caratterizzate dall'individuazione della società *target* prima dell'IPO.

L'analisi sulle società *target* non ha invece fornito particolari evidenze da cui ricavare spunti di analisi: dal punto di vista del settore di attività le società *target* appaiono semplicemente coerenti con le strategie di investimento dichiarate dalle rispettive SPAC. Anche a motivo del numero limitato di casi disponibili, non è stato quindi possibile individuare "classi" di imprese con caratteristiche univoche a cui poter correlare eventuali vantaggi nell'utilizzo della SPAC.

In sede di confronto tra alcune caratteristiche delle SPAC USA (ricomprese nel lavoro di Jenkinson e Sosua del 2009) si ritiene invece di aver individuato nelle SPAC italiane alcune significative differenze, in particolare per quanto riguarda il comportamento degli investitori in occasione dell'approvazione della *business combination*: se per Jenkinson e Sosua gli investitori delle SPAC statunitensi sembrano aver agito in maniera non razionale (da intendersi: assumendo decisioni difformi dal mercato), al contrario

quelli delle SPAC italiane tendono ad agire in linea con il giudizio del mercato (e quindi in maniera razionale): la maggior parte delle SPAC statunitensi analizzate vengono giudicate dal mercato “Bad” (ossia valutate a prezzo inferiore al *trust value per share*) e quindi *value destroying*. Viceversa, nel caso italiano su 21 SPAC per le quali è stata annunciata l’operazione rilevante, soltanto 5 (due delle quali non hanno ricevuto il benessere per la *business combination*) sono state giudicate “Bad” dal mercato, mentre le altre 16 (il 76% del totale analizzato) sono state valutate “Good” e quindi *value creating*. Con riferimento infine al comportamento del mercato in occasione dei due momenti topici della vita di una SPAC – il giorno di annuncio della *business combination* e quello della data di efficacia – non sono state individuati movimenti di valore statisticamente significativi, il che porta a concludere come anche queste fasi peculiari dello strumento non influenzino nel complesso il normale comportamento del mercato, quasi ad attestarne, sempre con riferimento al campione esaminato, la “compatibilità” con il sistema di riferimento. Le uniche tre eccezioni (Italy 1 Investment, Space e Spaxs) hanno riguardato casi particolari.

Il giudizio che si può esprimere sull’esperienza italiana delle SPAC è fin qui complessivamente positivo: trattasi di uno strumento che, pur con la sua relativa novità, l’attuale mancanza di regolamentazione specifica ed alcune complessità di attuazione, può rappresentare per le imprese che mirano allo sviluppo del proprio business una valida opportunità per il reperimento di nuovi capitali sul mercato.

Addendum

Ho redatto questo elaborato per buona parte durante l'emergenza sanitaria ancora in corso, che come tutti sappiamo sta avendo ed avrà effetti molto pesanti sulla situazione economica del nostro paese, oltre che a livello mondiale. Non sappiamo ancora quanto durerà, ma siamo certi che il nostro sistema produttivo, non appena possibile, dovrà ripartire con forza per tornare ad essere competitivo e fonte di benessere per tutti. Da questo punto di vista, non posso che augurarmi che anche le SPAC riescano, per la loro parte, a fornire un significativo contributo al raggiungimento di questo obiettivo comune. Si è avuto modo di appurare infatti che queste rappresentino una valida alternativa al credito bancario, fonte primaria di finanziamento di una grande maggioranza di imprese del nostro Paese che, in questo preciso momento storico, ha comportato diverse difficoltà (si pensi ad esempio all'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni durante l'acme

della pandemia). Alla luce di tali premesse, le SPAC potrebbero ancor più costituire per le PMI un mezzo di finanziamento alternativo molto efficace.

Bibliografia

AIFI (2019). *Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital*.

AIFI, KPMG (2018). *Italian Private Equity and Venture Capital Market: 2018 performance*.

AIFI, PriceWaterhouseCoopers (2000). *Guida pratica al capitale di rischio. Avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*.

Arlotta, C. et al. (2016). *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa: Mini Bond, Cambiali finanziarie, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*. Milano, FrancoAngeli.

Baigent, G., Boyer, C. (2008). *SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices*.

Banca Centrale Europea (2019). *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*.

Banca D'Italia (2019). *Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischiosità del credito per settori e territori*. Statistiche.

Banca d'Italia (2019). *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*. Statistiche.

Banca d'Italia (2019). *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dall'Eurosistema)*.

Banca d'Italia (2019). *Rapporto sulla stabilità finanziaria*.

Banca d'Italia (2020). *Bollettino Economico*.

Beatty, R., et al. (1998). *The indirect economic penalties in SEC investigations of underwriters*. Journal of Financial Economics 50, pp. 151-186.

BeBeez (2013). *Sesa si fonde con la Spac Made in Italy 1 e si quota all'Aim*.

BeBeez (2013). *Sul listino grazie alle Spac. Ecco che cosa sono*.

BeBeez (2014). *Il bond di Ipo Challenger raccoglie 50 milioni di euro*.

BeBeez (2014). *Ipo Challenger porta in Borsa Giordano Vini e Provinco Italia*.

BeBeez (2015). *Greenitaly1-Primavera: recessi sotto il 30%, via libera a fusione*.

BeBeez (2016). *Frutta e verdura Orsero andranno in Borsa con Glenalta Foods*.

BeBeez (2016). *GPI, ecco come si fonderà con la Spac Capital For Progress 1*.

BeBeez (2017). *Aquafil, tutto pronto per la quotazione. Space 3 compra il 24% della società e delibera la fusione*.

BeBeez (2017). *Elite si allea con Electa e accompagna le pmi in borsa grazie alla Spac in Cloud.*

BeBeez (2017). *Industrial Stars of Italy 2 si fonde con SIT Group, che sbarcherà all'Aim il 20 luglio.*

BeBeez (2017). *Industrial Stars of Italy 3 va in Borsa giovedì 19 ottobre con 150 milioni.*

BeBeez (2017). *Ipo Club raccoglie 20 mln euro con Ipo Challenger 1, la sua prima pre-booking company.*

BeBeez (2017). *Nessun recesso degli azionisti di Industrial Stars of Italy 2 sul deal con SIT. Che quindi procede verso l'Aim.*

BeBeez (2017). *Spactiv ha debuttato ieri in Borsa.*

BeBeez (2017). *Via libera dell'assemblea di Industrial Stars of Italy 2 alla fusione con SIT group.*

BeBeez (2018). *Archimede, la Spac di Battista, prima della raccolta sigla lettera d'intenti con Net Insurance.*

BeBeez (2018). *Digital Value sbarca oggi all'Aim Italia. È la prima ipo frutto del modello Spac-in-Cloud.*

BeBeez (2018). *Fine Foods andrà in Borsa con la Spac Innova Italy 1.*

BeBeez (2018). *L'assemblea della Spac Archimede dà il via libera alla fusione con Net Insurance, a maggioranza quasi bulgara.*

BeBeez (2018). *La Spac ALP.I annuncia la business combination con Antares Vision.*

BeBeez (2018). *La Spac di Gabelli si chiama Gabelli Value for Italy. Andrà all'Aim entro fine mese.*

BeBeez (2018). *La Spac EPS approva la business combination con Industrie Chimiche Forestali.*

BeBeez (2018). *Le macchine CFT andranno in Borsa con la Spac Glenalta entro luglio.*

BeBeez (2018). *Parte la raccolta per Archimede, la Spac di Battista. Quotazione entro fine maggio.*

BeBeez (2018). *Spac, anche i soci di IdeaMi bocchiano la business combination. Secondo caso in poche settimane dopo quello di Capital for Progress 2.*

BeBeez (2018). *Spaxs raccoglie 600 mln euro. La Spac va in borsa mercoledì 1° febbraio.*

BeBeez (2019). *EPS Equita PEP Spac 2, acquistato il 98,61% del capitale con il piano di riacquisto delle azioni.*

BeBeez (2019). *EPS2, la Spac nata dalla scissione di EPS Equita PEP, verso lo scioglimento. Lancia offerta di acquisto sulle azioni proprie.*

BeBeez (2019). *Presto la business combination tra SICIT e la Spac SprintItaly, che pagherà ai soci 37,5 mln di euro di dividendo straordinario.*

BeBeez (2019). *Salcef punta ad andare in Borsa a novembre. Farà m&a con i capitali raccolti grazie alla business combination con Industrial Stars of Italy 3.*

BeBeez (2019). *Si quota all'Aim Comer Industries, grazie all'accelerated business combination con la Spac Gear1.*

BeBeez (2019). *Si quota oggi in Borsa Illimity, la banca nata dalla business combination di Spaxs con Banca Interprovinciale.*

BeBeez (2019). *Si scioglie Ideami, la Spac promossa da Banca Imi e Dea Capital.*

BeBeez (2019). *Spac. Chi raccoglie e chi investe in Italia.*

BeBeez (2019). *Via libera dell'assemblea della Spac Industrial Stars of Italy 3 alla business combination con Salcef.*

BeBeez (2020). *La Spac Life Care Capital sceglie per la business combination Biogenera, partecipata anche da Meta Ventures e dai soci di IAG.*

BeBeez (2020). *La Spac TheSpac e Franchi Umberto Marmi siglano l'accordo per la business combination. I soci dell'azienda manterranno la maggioranza.*

BeBeez (2020). *Troppi recessi, stop alla business combination tra la Spac Spactiv e la maison Betty Blue.*

Benazzi, C. (2007). *Il passaggio generazionale nelle aziende.* PMI n. 11/2007.

Berger, R. (2008). *SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets.* Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 20, no. 3, pp. 68-75.

Borsa Italiana (2007) *I warrant: cosa sono e come funzionano.*

Borsa Italiana (2018). *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*

Borsa Italiana (2019). *AIM Italia Regolamento Emittenti.*

Borsa Italiana (2019). *Review dei Mercati 2019: anno record per Borsa Italiana.*

Borsa Italiana (2020). *MIV: the Italian Regulated Market for Alternative Investment Funds.*

Candita, G. (2018). *Imprese e investitori: perché conviene ricorrere ad una SPAC.* IPSOA Quotidiano.

Cassella, M. (2018). *Come si affronta il passaggio generazionale nelle imprese familiari?*. Il Giornale delle PMI n. 24/05/2018.

Centro Studi Confindustria (2019). *Dove va l'industria italiana*.

Cerved (2019). *Rapporto PMI*.

Cerved (2019). *Rapporto PMI Centro Nord*.

Chatterjee, S., et al. (2016). *Security Design for a Non-Standard IPO: The Case of SPACs*.

Codice Civile. Articolo 2341-bis.

Conca, V., Longhi, L. (2018). *C'è SPAC e SPAC. I casi di Italia e USA*. E&M - n. 1 gennaio/febbraio.

Conso, A., Gigante, G. (2019). *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*. Milano, Egea.

Consob, Cerved (2019). *Far crescere le PMI eccellenti con iniezioni di capitale esterno*.

Corbetta, G. (2017). *Una buona governance aiuta le imprese familiari a diventare leader internazionali*. Diritto Bancario.

Cumming, D. et al. (2011). *The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs*. Journal of Banking and Finance, Forthcoming.

D'Alvia, D. (2014). *SPAC: a comparative study under US, Asia and Italian corporate framework. Soft law vs. Hard law*.

D'alvia, D. (2017). *SPACs: limiti e prospettive tra hard law e soft law*. RDS n. 4/2017.

Dagnino, F., Biglia, A. (2019). *Il fenomeno della SPAC in Italia*. Diritto24.

Datar, V. et al. (2012). *Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs*. Banking and Finance Review.

Dell'Atti, A. (2007). *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*. Bari, Cacucci Editore.

Deloitte (2016). *Next-generation family businesses. Evolution keeping family values alive*.

Deloitte (2018). *Il passaggio generazionale e il family business*.

Deloitte (2019). *Coordinare le strategie di lungo periodo e le azioni di breve termine nella gestione dell'impresa e della famiglia*.

Deloitte (2019). *Global Family Business Survey 2019*.

Dimitrova, L. (2017). *Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the "poor man's private equity funds"*. Journal of Accounting and Economics.

Ernest & Young (2019). *Business Combination*.

European Commission (2019). *SBA Fact Sheet*.

Floros, I., Sapp, T. (2011). *Shell Games: On the Value of Shell Companies*. Journal of Corporate Finance 17, pp. 850-867.

Fumagalli, M. (2014). *Lo sviluppo delle SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*. Milano, Egea.

Gagliardi, G. (2011). *Le SPAC approdano in Italia*. Amministrazione & Finanza n. 10/2011.

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (2003). *Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*.

Gianni, Origoni, Grippo & Partners (2010). *Nuovo mercato dedicato alle Special Investment Vehicles*.

Gianni, Origoni, Grippo & Partners (2012). *Nasce AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale: un nuovo mercato dedicato alle piccole e medie imprese ("PMI")*.

Hale, L. (2007). *SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone*. Wiley InterScience.

Heyman, D. (2007). *From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Entrepreneurial Business Law Journal 2, 531-552.

IAS 32 – *Financial Instruments*.

IAS 38 – *Intangible Assets*.

IAS 8 – *Principi contabili, cambiamenti nelle stime contabili ed errori*.

IFRS 3 – *Business Combination*.

Ignatyeva, E., et al. (2013). *Analyzing European SPACs*. The Journal of Private Equity, vol. 17, no. 1, p. 64.

Il Gazzettino (2014). *Il Veneto che reagisce alla crisi: ecco le 410 aziende antifragili*.

International Financial Reporting Interpretations Committee. *IFRIC Update*. September 2012.

International Financial Reporting Interpretations Committee. *IFRIC Update*. November 2012.

- International Financial Reporting Interpretations Committee. *IFRIC Update*. March 2013.
- Intesa San Paolo (2019). *Economia e finanza dei distretti industriali. I distretti industriali tra continuità e rinnovamento*. Presentazione Undicesimo Rapporto Annuale.
- Istat (2018). *Rapporto annuale. La situazione del Paese*.
- Istat (2019). *Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati*.
- Istat (2019). *Le prospettive per l'economia italiana nel 2019*.
- Jenkinson, T., Sousa, M. (2009). *Why SPAC investors should listen to the market*.
- Jog, V., Sun, C. (2007). *Blank Check IPOs: A Home Run for Management*.
- Kolb, J., Tykvová, T. (2014). *Special Purpose Acquisition Companies – Are they an Alternative to IPOs?*
- Lakicevic, M. et al. (2014). *Institutional Changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)*.
- Lakicevic, M., Vulcanovic, M. (2013). *A story on SPACs*. Managerial Finance.
- Lenzi, P. (2017). *Sulla piacioneria un po' ruffiana delle SPAC e sul perché tenere alta la guardia*. Econopoly n. 23/11/2017.
- Lewellen, S. (2008). *SPACs as an asset class*.
- Mancin, M. (2016) *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali*. Torino, Giappichelli Editore.
- Manzo, G., Belfiore, C. (2018). *Il passaggio generazionale. I figli del capo*. Asslombarda Servizi.
- Murray, J. (2017). *Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations*. Review of Integrative Business and Economics Research, Vol. 6, no. 2, pp.1-27.
- Musso, F. (2013). *I distretti industriali e i processi di internazionalizzazione delle imprese italiane*. Atom, autobiografia di un'impresa metanazionale, pp. 147-160.
- Oikonomou, V., Tsianakidis, A. (2015). *A comparative analysis between IPOs and reverse takeovers: Evidence from Europe*.
- Pagliacci, M. (2007). *Il capitale di rischio delle PMI italiane*. Ipsos.
- Paletta, A. (2018). *SPAC quotate in Borsa: IPO, azioni, warrant e diritti di assegnazione*. Diritto24.

- Pedotti, P. (2020). *IFRS 3: la nuova business combination*. Amministrazione & Finanza n. 2/2020.
- Pegoraro, N. (2018). *Le SPAC italiane: confronto con l'esperienza USA e con altre forme di investimento in aziende non quotate*. Lettera Assiom Forex n. 3/2018.
- Pellegrini, D., Sgobba, A. (2018). *La stagione delle SPAC: cenni in merito all'operatività del veicolo e riflessioni di carattere fiscale*. Diritto Bancario.
- Petruciani, G. (2017). *Il nodo del passaggio generazionale*. Il Sole 24 Ore.
- Pevearo, S. (2017). *La Spac? Ci vede giusto*. Milano Finanza.
- Pevearo, S. (2020). *La spac 2.0 è in cantiere*. Milano Finanza.
- Politecnico di Milano (2019). *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*. Osservatori di Entrepreneurship & Finance.
- Provasi, R., Riva, P. (2019). *Evidence of the Italian Special Purpose Acquisition Company*. Corporate Ownership & Control / Volume 16, Issue 4.
- Riemer, D. (2007). *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*. Washington University Law Review, Vol. 85, no. 4.
- Rodrigues, U., Stegemoller, M. (2013). *Exit, voice and reputation: the evolution of SPACs*.
- Sacco Ginevri, A., Pezzulo, G. (2018). *Appunti sulle "Special Purpose Acquisition Companies" ("SPAC")*. Diritto Bancario.
- Shachmurove, Y., Vulcanovic, M. (2018). *SPAC IPOs*.
- Torraca, P. (2019). *La SPAC: cos'è e perché sta riscuotendo successo*. Società e Tributi.
- Tran, A. (2009). *Blank Check Acquisitions*.
- Unioncamere, Intesa San Paolo (2011). *Osservatorio Nazionale. Distretti Italiani*.
- Visconti, G. (2017). *Il problema della "successione" o del "cambio generazionale" in una pmi familiare e lo strumento del "patto di famiglia"*. Diritto.it
- Vitale, M. (2001). *Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle PMI italiane*. Camera di Commercio Milano, Monza, Brianza, Lodi.
- Wilmerhale (2019). *IPO Report*.
- Zara, C. (2005). *Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento*. Milano, Egea.

Sitografia

ABK Group, www.abk.it

Agrati Group, www.agrati.com

AIM Italia, www.aim-italia.it

ALP.I, www.alpispac.it

Antares Vision, www.antaresvision.com

Aquafil, www.aquafil.com

Avio, www.avio.com

Banca Centrale Europea, www.ecb.europa.eu

Banca d'Italia, www.bancaditalia.it

BeBeez, www.bebeez.it

Bloomberg, www.bloomberg.com

Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it

Capital For Progress, www.capitalforprogress.it

Cellularline Group, www.cellulargroup.com

CFT Group, www.cft-group.com

Comer Industries, www.comerindustries.com

Consob, www.consob.it

Crescita S.p.A., www.crescitaspa.it

Diritto Bancario, www.dirittobancario.it

EPS 2, www.epspac2.it

EPS, www.epspac.it

Fila Group, www.filagroup.it

Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A., www.finefoods.it

Gabelli Value for Italy, www.gabellivalueforitaly.it

Glenalta Food, www.glenaltafood.com

Glenalta S.p.A., www.glenalta.it

GPI, www.gpi.it

Guala Closures, www.gualaclosures.com

IdeaMi, www.ideami.it

Il Sole 24 Ore, www.ilsole24ore.com

Illimity, www.illimity.com

Industrial Stars of Italy, www.indstars.it

Industrial Stars of Italy 2, www.indstars2.it

Industrial Stars of Italy 3, www.indstars3.it

Industrie Chimiche Forestali Group, www.icfgroupspa.it

Innova Italy 1, www.innovaitaly1.it

Ipsosa, www.ipsoa.it

IVS Group, www.ivsgroup.it

Life Care Capital S.p.A., www.lifecarecapital.com

LU-VE S.p.A., www.luve.it

Made in Italy 1, www.madeinitaly1.it

Net Insurance, www.netinsurance.it

Orsero Group, www.orserogroup.it

Salcef Group, www.salcef.com

SeSa, www.sesa.it

SICIT Group, www.sicitgroup.com

SIT, www.sitgroup.it

Space, www.space-spa.it

Space 2, www.space2spa.it

Space 3, www.space3spa.it

Space 4, www.space4spa.it

Space Holding, www.spaceholding.it

Spactiv, www.spactiv.it

Sprintitaly, www.sprintitaly.it

VEI 1, www.vei1.eu

Zephyro, www.zephyro.com