



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"UN'OPPORTUNITA' DI QUOTAZIONE PER LE PMI: LE SPECIAL
PURPOSE OF ACQUISITION COMPANIES"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANTONIO PARBONETTI

LAUREANDO: DE PASQUAL MATTEO BRUNO

MATRICOLA N: 1066523

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

Indice

Introduzione	4
CAPITOLO 1	6
Ciclo di vita di una SPAC	6
Costituzione	6
Quotazione	8
Ricerca della società target	10
La Business Combination	11
CAPITOLO 2	13
Aspetti rilevanti. Caso studio Made in Italy 1	13
I mercati di riferimento	13
Promoter	17
Procedura delle operazioni con pari correlate	20
Profili di rischio per gli investitori	22
Diritto di recesso	26
Fattori chiave per la ricerca della target	28
La Business combination	32
CAPITOLO 3	36
Caso studio: Ipo Challenger-Italian Wine Brands	36
Conclusioni	42
Bibliografia	43

Introduzione

L'obiettivo di questa tesi è quello di spiegare i meccanismi di funzionamento e la progressiva diffusione di uno specifico tipo di aziende: le Special Purpose of Acquisition Companies.

Le SPAC sono delle società di investimento che nascono con l'obiettivo di fare da tramite per il collocamento in borsa di un'altra azienda, che solitamente ha carattere industriale. Il meccanismo attraverso cui operano si articola in due fasi:

1. Viene creata e quotata una società (la SPAC appunto) che ha lo scopo di fungere da “scatola vuota” per la raccolta di risorse attraverso il collocamento dei propri strumenti finanziari;
2. La SPAC ha 18-24 mesi per aggregarsi con una società operativa che, tramite tale operazione (detta business combination) si trova a essere quotata.

Trascorso il termine la SPAC, se non trova una società adatta per l'aggregazione, deve sciogliersi. In Italia la quotazione viene condotta, solitamente, nel comparto Aim Italia della Borsa Italiana. Tale caratteristica è dovuta principalmente al fatto che le operazioni relative alle SPAC si rivolgono a imprese di medie dimensioni che traggono beneficio dalla velocità di quotazione e dalla valorizzazione in sede privata dell'equity, aspetto molto apprezzato dalla proprietà. Nonostante ciò l'obiettivo dichiarato di tutte le SPAC è quello di arrivare a quotarsi nel listino principale.

Nel proseguo dell'elaborato si chiarisce in primo luogo, in via generale, la modalità di funzionamento. Vengono poi analizzati nel dettaglio i vari punti critici del tema prendendo come esempio Made in Italy 1, azienda che ha fatto da apripista nel giugno 2011 per questo tipo di operazioni in Italia. Poi verrà presentato un modello di funzionamento alternativo analizzando il caso di IPO Challenger - Italian Wine Brands.

Il tema affrontato in questa tesi risulta essere molto rilevante per lo scenario economico italiano; è infatti noto come l'indice di Piazza Affari sia poco rappresentativo della realtà economica del paese la cui base è formata da una fitta rete di PMI. Le operazioni di quotazione tramite società veicolo potrebbero portare varie promettenti medie aziende

italiane a crescere, permettendogli di avere accesso a nuovi capitali di rischio. Per di più il collocamento in borsa tramite questo metodo risulta essere gradito anche agli investitori istituzionali che si sentono tutelati dalla presenza di un soggetto con le necessarie competenze finanziarie che dovrebbe garantire, almeno potenzialmente, una corretta gestione del mercato.

Le SPAC attualmente quotate in Italia sono nove ma quattro tra queste non hanno ancora effettuato l'operazione di business combination. I rendimenti di tali società dipendono naturalmente dalle performance dell'azienda operativa con cui si sono unite ma risultano in media garantire ottime performance soprattutto se confrontate con l'indice di riferimento.

Concludo ribadendo ancora una volta che l'obiettivo di questa tesi è quello di analizzare il fenomeno SPAC nel contesto economico italiano. Per questo gli esempi riportati e lo studio delle varie normative fanno riferimento alle sole SPAC di ordinamento giuridico italiano.

CAPITOLO 1

Ciclo di vita di una SPAC

Il ciclo di vita della Spac può essere illustrato facendo riferimento alle sue principali fasi di vita. L'intenzione è quella di dare in primo luogo una visione generale del fenomeno per poi approfondirne gli aspetti più rilevanti.

Costituzione

La SPAC nasce con l'apporto dei promotori (c.d. sponsor) di capitali di rischio necessari sia per l'iniziale IPO che per sostenere la società nella fase di ricerca dell'azienda target. Le Spac sono classificate come società di investimento e sono definite, secondo le Disposizioni di attuazione per le società di investimento del mercato AIM Italia, come gli emittenti "che si sono costituiti con lo scopo di acquisizione di un business specifico". L'appartenenza a tale categoria comporta per i promotori l'osservanza di alcuni vicoli. In prima battuta vengono posti degli obblighi di sorveglianza sui soggetti titolari di deleghe di gestione avendo cura che ne sia verificata l'adeguatezza (capacità e esperienza) e l'appropriatezza (disciplina del conflitto di interesse e regolamentazione contrattuale del rapporto). La normativa prevede poi obblighi di trasparenza in riferimento a:

- Identità, esperienza e professionalità dei componenti dell'organo amministrativo, in relazione alla politica di investimento
- Termini chiave del contratto con il soggetto titolare di deleghe di gestione
- Definizione di una politica di investimento
- Indicazione sulla tassazione degli strumenti finanziari offerti.

Tali norme vanno comunque a integrazione di quelle normalmente previste per la quotazione di una normale società nel segmento Aim Italia.

Interessante notare come sia individuata la politica di investimento in riferimento a Made in Italy 1 come da "Documento di ammissione alle negoziazioni":

...Made in Italy 1 S.p.A. si propone di indirizzare la propria attività di investimento su società italiane, con particolare attenzione alle società di piccole e medie dimensioni, non quotate, ad alto potenziale di crescita ovvero operative in nicchie di mercato o ad alta marginalità attive sia a livello nazionale sia internazionale in differenti settori, con esclusione delle società attive nel settore biotecnologico, immobiliare (c.d. real estate companies), finanziario, energie rinnovabili e delle società di nuova costituzione (c.d. start up).

È quindi chiaro che la politica di investimento non debba necessariamente individuare un settore produttivo quanto piuttosto uno schema operativo di azione e una serie di caratteristiche che l'azienda target deve avere per essere presa in considerazione per la business combination. Lo schema della SPAC generalista (quindi non concentrata su un solo settore industriale) è stato quello fino ad ora più utilizzato. Tale caratteristica è in linea con la finalità di questo tipo di società il cui obiettivo è la catalizzazione di quante più risorse finanziarie possibili da investitori professionisti e non da altri tipi di player i cui interessi potrebbero cozzare con quelli della SPAC.

Quotazione

La quotazione è il momento per la raccolta dei capitali tramite il collocamento in borsa di un certo ammontare di c. d. “units” necessari per portare a compimento la business combination. I mercati che in Italia permettono il collocamento delle SPAC sono due: il segmento SIV del MIV e Aim Italia. In questa sede si è voluto dare più spazio allo studio di quanto succede con la quotazione nel mercato Aim per due ragioni: in primo luogo è il mercato prescelto dalla maggior parte delle SPAC italiane, poi è il mercato del capitale diretto proprio al tipo di società, le piccole medie imprese italiane, che i promotori della SPAC mirano a quotare. Nonostante ciò le caratteristiche del mercato Miv saranno oggetto di approfondimento nel proseguo del lavoro.

Come già detto esistono dei requisiti di trasparenza e di governance che i regolamenti di quotazione prevedono al fine di permettere una corretta valutazione dell’investimento. Oltre le norme già richiamate l’ordinamento non prevede che il documento di ammissione (il mercato Aim non prevede la predisposizione del prospetto informativo) esponga molte più informazioni di quelle previste per una normale IPO. Tale caratteristica deve essere ricondotta al fatto che i destinatari dell’offerta non appartengono a un pubblico di tipo retail (come definito da regolamenti Consob) ma istituzionale, considerato in grado di valutare correttamente l’investimento anche con un minor grado di tutela dal punto di vista informativo.

Le Disposizioni di Attuazione per le società di investimento prevedono inoltre che la condizione di raccolta di “un minimo di 3 milioni di capitali che si concluda alla data di ammissione debba essere normalmente soddisfatta tramite un collocamento indipendente, ovvero non si tratti di una parte correlata.” Il tema delle operazioni con le c.d. parti correlate e la relativa normativa risultano essere meritevoli di un particolare approfondimento dato il peculiare ruolo che i promotori delle SPAC assumono nella scelta della target e sarà affrontato in maniera più approfondita nel proseguo del lavoro.

Le SPAC essendo società nate per essere quotate e quindi non potendo esibire i bilanci certificati sono sottoposte alla disciplina del lock-in. Tale disciplina prevede che:” l’emittente assicuri che le parti correlate e i dipendenti rilevanti, alla data di ammissione, si impegnino a non disporre degli strumenti finanziari dell’emittente per almeno un anno dalla data di ammissione degli strumenti finanziari”. Lo scopo della norma è quello di allineare gli interessi societari a quelli privati, fornendo agli investitori un’assicurazione circa l’impegno dei promotori. Le SPAC non solo rispettano la norma del lock-in ma, attraverso l’utilizzo di

svariate tecniche, la rafforzano impedendo, solitamente, ai promoters dell'iniziativa di liquidare la propria quota prima del verificarsi di certe condizioni, e comunque non prima della business combination.

Il collocamento in borsa avviene attraverso l'emissione tramite un'offerta pubblica di sottoscrizione di *units*, pacchetti che contengono al loro interno una combinazione di azioni e warrant. Nel caso di Made in Italy 1 una *units* veniva sottoscritta al prezzo di 10 Euro e conteneva una azione e un warrant ma le proporzioni e il prezzo naturalmente possono variare. Una peculiarità delle SPAC è proprio la presenza dei warrant che “sono strumento finanziario derivato che attribuisce al possessore il diritto di acquistare (warrant call) o di vendere (warrant put) l'attività sottostante a (oppure entro) una determinata scadenza ad un prezzo predeterminato.”¹ I tipi di warrant negoziati in fase di collocamento sono diritti di opzione call e il loro esercizio è solitamente previsto nella forma cashless. I warrant e le azioni, una volta avvenuta l'ammissione saranno contrattati come entità diverse e non più come *units*, questo per favorire la liquidità degli strumenti e le incrementare le possibili combinazioni di investimento, a cui si collegano diversi profili di rischio-rendimento nella società.

La SPAC una volta eseguita con successo l'IPO è ammessa alle negoziazioni e inizia la terza fase della propria vita: la ricerca dell'azienda target.

¹ Fonte <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/warrant.htm>

Ricerca della società target

Questa fase che si apre con l'inizio delle negoziazioni è il fulcro del ciclo della SPAC e, a seconda del suo risultato, determinerà il successo o il fallimento dell'operazione.

I fondi raccolti tramite il collocamento vengono, per la maggior parte (dal 90% al 100%), resi indisponibili agli amministratori. Le forme tecniche utilizzate sono principalmente i trust, i depositi vincolati e i escrow account. Gli amministratori, quindi, per far fronte alle incombenze di gestione dovranno utilizzare, oltre alle risorse apportate in fase di costituzione, i soli frutti derivanti dai fondi vincolati. Perciò l'investimento in una SPAC, almeno per quanto riguarda questa fase di vita, "si profila come privo di rischio in quanto si sostanzia in un deposito di somme che saranno integralmente o quasi restituite in caso di liquidazione della società o in caso di esercizio del diritto di recesso" (Carlotti, Fumagalli, 2014).

L'arco temporale concesso agli amministratori per identificare l'azienda target e effettuare la business combination può variare da 12 a 36 mesi a seconda di quanto previsto dallo statuto. In caso non si giunga all'operazione Rilevante nei termini convenuti la società dovrà essere liquidata. Le possibilità di fallimento della business combination sono due: in primo luogo può verificarsi il caso in cui alla scadenza del termine gli amministratori non siano riusciti a trovare una società target adatta e disposta a quotarsi; il secondo caso invece è quello dell'esercizio del diritto di recesso di una sufficiente percentuale dei soci al momento della proposta della business combination. Questo caso, infrequente nella prassi per ragioni che verranno espone in seguito, è un principio fondante per l'operatività delle SPAC. In particolare si vuole da una parte garantire agli investitori che affidano ciecamente o quasi le proprie risorse alla società, una via d'uscita, dall'altra evitare che gli investitori una volta effettuata la business combination vogliano uscire immediatamente dalla società deprezzando, in questo modo, il titolo.

Il successo della SPAC si sostanzia e si fonda sull'esperienza e sulla professionalità dei promotori che sono l'unico vero asset di questo tipo di aziende. La selezione della target dovrebbe iniziare da aziende in cui l'apporto di capitali freschi possa giovare concretamente al proprio piano di crescita. Per questo spesso nella descrizione dei criteri di scelta per la valutazione degli investimenti compaiono le prospettive di crescita e i piani per l'internazionalizzazione.

La Business Combination

L'ultima fase del ciclo di vita di una SPAC è a business combination. Da questo momento in poi infatti l'azienda muterà la sua natura diventando una società operativa a tutti gli effetti.

Una volta individuata la società target il management della SPAC deve verificare l'effettiva volontà dell'azienda di quotarsi e, nel caso, organizzare tutte le attività di due diligence necessarie per il collocamento. In questa fase vengono discussi sia le modalità di ingresso dell'azionariato della SPAC nella target sia la modalità attraverso cui sarà effettuata la business combination. Qui si presenta il vero vantaggio della quotazione tramite SPAC. In una normale IPO, infatti, viene fissata una forchetta di prezzo e, in base all'esito del collocamento si avrà una certa valorizzazione dell'enterprise value. Questo meccanismo di fissazione del prezzo può essere penalizzante i soci dell'azienda. Alle volte si verifica anche il caso di fallimento dell'IPO nel caso in cui non si arrivi alla sottoscrizione di un numero sufficiente di azioni, con conseguenti danni sia in termini economici (risorse sprecate per la quotazione) che reputazionali. Nell'operatività delle SPAC si è trovato un modo per ovviare a entrambi i problemi; in primo luogo il valore della target viene determinato privatamente tra il management team della SPAC e quello della società operativa, con conseguente riduzione dell'incertezza riguardo al valore dell'equity. Per comprendere le ragioni che portano a tale conclusione basti tenere in mente che le SPAC sono promosse da investitori professionisti il cui modo di ragionare è simile a quello degli altri soggetti operanti su AIM Italia. Per questo una certa valutazione dell'azienda sarà facilmente condivisa da altri investitori. La possibilità del fallimento dell'approvazione dell'Operazione Rilevante può essere praticamente annullato per cui sono scarse possibilità che la target debba sopportare danni dal punto di vista reputazionale a seguito di un eventuale fallimento. I promoter, infatti, prima di sottoporre la business combination all'approvazione dell'assemblea dei soci possono raccogliere, in separata sede, le intenzioni e gli umori dei vari investitori, nonché dichiarazioni di intenzioni di voto vincolanti. In questo modo ci si tutela dal fallimento dell'approvazione dell'operazione rilevante, evitando di esporre la società operativa ai grossi oneri di disclosure senza la garanzia del successo dell'operazione.

Le varie modalità tecniche per l'attuazione dell'operazione rilevante verranno discusse nel proseguo del lavoro. In questa sede è sufficiente sapere che difficilmente una SPAC cercherà di effettuare l'acquisto completo di una società per due ragioni: la dimensione delle aziende target e la coerenza con l'obiettivo di quotazione. Le due motivazioni possono essere spiegate unitamente considerando un esempio. Supponiamo venga fondata una SPAC che

raccoglie 50 milioni. Ipotizziamo inoltre che tale società si fonda con un'azienda operativa il cui equity venga valutato esattamente 50 mln. La situazione si delineerebbe come segue: la SPAC diventa inizialmente una holding per poi fondersi con la target. La società operativa alla fine del processo si troverebbe quotata per il 100% del proprio equity. Dando un'occhiata ai dati riguardo le ultime quotazioni su AIM Italia ci si accorge che il flottante medio si attesta attorno al 30%² del capitale. Questa caratteristica può essere facilmente ricondotta a una caratteristica fondamentale delle aziende italiane i cui azionariato è molto spesso guidato da un nucleo "familiare". Ritornando alle SPAC e ai loro obiettivi si può concludere quindi che decidere per una partecipazione di minoranza porta sia all'ampliare il numero di aziende per una possibile business combination sia a poter ricercare società più strutturate la cui intenzione è quella di una quotazione del 20-30% dell'equity.

Le SPAC che eseguono la business combination sono sottoposte inoltre alla normativa sulla reverse take-over secondo cui nel momento in cui una società di investimento nel perseguimento della propria politica di investimento superi con un'operazione il 100% di uno degli indici di rilevanza debba predisporre un nuovo documento informativo (documento di ammissione in caso di AIM Italia).

² Dato da www.aimnews.it relativo alle quotazioni su Aim Italia-MAC nel 2015

CAPITOLO 2

ASPETTI RILEVANTI

Caso studio Made in Italy 1

In questa parte della tesi si dà più ampio spazio agli aspetti di maggior interesse per la comprensione delle problematiche relative alle SPAC utilizzando come esempio il caso studio Made in Italy 1.

Made in Italy 1 si quota sul mercato Aim Italia il 30 giugno 2011 e è la prima SPAC di ordinamento giuridico italiano. I promotori Massimo Carlotti, Simone Strocchi e Luca Giacometti sono ad oggi tra i maggiori esperti nel campo in Italia. La quotazione ha portato alla raccolta di 50 Milioni di Euro attraverso l'emissione di 5 Milioni di units composte da 1 warrant e 1 azione. La società dopo un periodo di ricerca della target durato circa quindici mesi il 15 ottobre 2012 ha sottoscritto l'accordo quadro con ITH che prevedeva l'unione per fusione della Made in Italy 1 con Sesa spa, azienda leader nel settore della vendita di servizi informatici alle PMI. Ad oggi Sesa è un'azienda molto promettente quotata nel segmento Star del MTA.

I mercati di riferimento

L'obiettivo di questa parte di approfondimento è quella di contestualizzare il fenomeno SPAC descrivendo i due mercati di riferimento.

Procedura quotazione AIM Italia – MAC

Aim Italia – MAC è un mercato non regolamentato (sistema multilaterale di negoziazione) dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita. Nato dall'esperienza positiva dell'Aim inglese, conta nel 2015 una raccolta di capitali pari a 278 Mln di euro. L'obiettivo è quello di permettere l'accesso a nuovi capitali di rischio di piccole e medie realtà imprenditoriali italiane. Le attività da svolgere per arrivare a quotazione sono più snelle e flessibili oltre che più rapide. Centrali nelle procedure sia pre che post quotazione è la figura del Nomad i cui compiti principali, riassunti di seguito, risultano essere vitali per la buona riuscita di una IPO. In particolare il Nomad, secondo il Regolamento emittenti deve:

1. Valutare l'appropriatezza dell'emittente per l'ammissione sull'Aim Italia, effettuando le opportune operazioni di due diligence.
2. Svolgere l'attività di assistenza e di supporto dell'emittente AIM Italia sia in occasione dell'ammissione che su base continuativa in seguito all'ammissione.

3. Allocare un numero adeguato di risorse umane opportunamente qualificate responsabili per ciascun emittente AIM Italia per il quale opera (di cui almeno una deve essere key executive).

A questo va aggiunto che il Nomad può anche fungere da coordinator e da specialist, assumendosi, in quest'ultimo caso, l'onere di garantire la liquidità del titolo. La figura del Nomad è stata introdotta per supportare, guidare e consigliare società, che per dimensione e esperienza, solitamente non riescono ad avere al loro interno delle professionalità idonee a una corretta gestione del mercato. Inoltre esso funge da garante verso gli altri investitori presenti sul mercato in quanto garantisce che l'azienda si sia dotata, in fase di pre ammissione di strumenti di gestione idonei ad offrire al mercato un sufficiente volume di informazioni, atte a valutare l'andamento aziendale.

Degli oneri aggiuntivi ai quali sono sottoposte le società di investimento si è già discusso in precedenza. Qui basti ricordare che essi non sembrano essere particolarmente gravosi in considerazione del target degli strumenti finanziari, investitori istituzionali. Infatti anche se sull'Aim Italia sono ammessi alle negoziazione anche investitori retail nel mercato secondario, a tale categoria sono precluse la negoziazioni di strumenti finanziari relativi a società di investimento quali le SPAC.

Segmento Siv del Miv

Il MIV è un mercato creato da Borsa Italiana la cui mission è quella di “offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento”³ tra i quali vengono citate le SPAC. Il mercato è segmentato nelle seguenti sezioni

1. Fondi chiusi
2. Investment companies
3. Real estate investment companies
4. SIV (Special investment Vehicles)

Quest'ultima categoria è quella dedicata, tra le altre, anche alle SPAC. Il segmento SIV è aperto solamente a investitori professionisti, sebbene il MIV sia aperto anche a investitori retail. Da segnalare inoltre che le negoziazioni MIV avvengono sulla medesima piattaforma del mercato principale e, per questo offre una più ampia visibilità alle società che decidono di quotarsi qui. Le Siv vengono definite come, tra gli altri, “veicoli di investimento la cui politica di investimento non prevede diversificazione” (SPAC). I requisiti di ammissione per

³ Fonte sito www.borsaitaliana.it

il segmento SIV sono riepilogati e messi a confronto con i requisiti Aim Italia nella tabella sottostante per le società di investimento.

	MIV	AIM Italia
Mercato regolamentato	✓	✗
Investitori	Istituzionali	Istituzionali
Capitalizzazione minima	40 Mln	Min 3 Mln de raccolta
Flottante	25% - 35%	Min 10%
Bilanci certificati	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)
Prospetto informativo	✓	✗(Documento di ammissione)
Politica di investimento	✓	✓
Track record del management	✓(almeno 3 anni)	✓(almeno 3 anni)
Principale Advisor	Sponsor	Nomad
Specialista	✗	✓

Le due più vistose differenze riguardano lo Specialist e la redazione di un Prospetto Informativo (che per il SIV deve essere anche approvato dalla Consob).

Centrale nei meccanismi di funzionamento del mercato è la presenza di uno Sponsor che è un intermediario finanziario che accompagna le società emittenti sia durante la quotazione che nel corso del primo anno di permanenza sul mercato.

Tralasciando i particolarismi sul trattamento normativo che viene riservato nei due mercati alle SPAC c'è da chiedersi per quale motivo esista la possibilità di doppia quotazione e quale siano i vantaggi nell'uno e nell'altro caso. Il motivo principale che, in ultima analisi sembra guidare i promotori della SPAC italiane nella scelta del mercato è la dimensione della raccolta programmata. Infatti, seppur gravato da più oneri sia in termini economici che in burocratici (MIV è un mercato regolamentato), la quotazione nel SIV, dà la possibilità di ampliare in maniera esponenziale gli investitori potenzialmente interessati alla SPAC. Per supportare quanto detto basti pensare al fatto che gli operatori che hanno accesso al MIV sono gli stessi o quasi di quelli presenti nel listino principale. Di seguito viene riportata una scheda in cui vengono riassunti SPAC, capitalizzazione iniziale e mercato in cui si sono

quotate. Dalle tabelle si può notare come la media delle società quotata su AIM si attesti intorno ai 52 Mln, un quarto della media della raccolta delle società quotate sul Miv.

Data quotazione	SPAC	Mercato quotazione	Raccolta (in milioni)
Giugno/2011	Made in Italy 1	AIM ITALIA/MAC	50
Luglio/2013	ISI	AIM ITALIA/MAC	50,1
Dicembre/2013	Space	MIV	130
Dicembre/2013	Green italy 1	AIM ITALIA/MAC	35
N.D. ⁴	IPO challenger	AIM ITALIA/MAC	50
Luglio/2015	Space 2	MIV	300
Agosto/2015	Capital for progress 1	AIM ITALIA/MAC	51
Novembre/2015	Glenalta food	AIM ITALIA/MAC	80
Giugno/2016	ISI 2	AIM ITALIA/MAC	50

⁴ IPO Challenger non si è mai quotata e è infatti definita come una SPAC “innovativa”

Promoter

Come già detto l'unico vero asset delle SPAC è l'esperienza e la capacità professionale dei suoi promotori. Quasi sempre i promotori coincidono con i soggetti titolari di deleghe di gestione di una SPAC, anche se spesso la partecipazione non è diretta ma avviene utilizzando come tramite un'altra società in modo da godere di un trattamento fiscale privilegiato (c.d. participation exemption). Nel caso di Made in Italy 1 i tre promotori, Massimo Carlotti, Simone Strocchi e Luca Giacometti, hanno gestito il loro rapporto con la SPAC utilizzando come tramite la controllata Genus Srl. Questa caratteristica è dovuta al fatto che il successo di una SPAC è legato alla reputazione di cui godono i promotori/amministratori nell'ambiente finanziario. Infatti l'investimento in una SPAC è fondamentalmente un salto nel vuoto perché, in fase iniziale, non si conosce quasi nulla dell'azienda target. La figura del titolare in grado di attrarre investimenti, quindi, è la ragion d'essere delle SPAC e, per questo appare quantomeno inconsueto che tra le file dei promotori non ci sia una figura adatta a ricoprire questo ruolo. Le disposizioni di attuazione per le società di investimento di Aim Italia tutela gli investitori imponendo alcuni vincoli su professionalità e esperienza dei "soggetti titolari di deleghe di gestione". In particolare:

1. il Nomad deve accertarsi che ogni amministratore sia in ogni caso appropriato e abbia esperienza sufficiente in relazione alla società di investimento e alla sua politica di investimento.
2. tra la società e l'amministratore deve sussistere un rapporto contrattuale adeguato su base continuativa, che regoli gli aspetti essenziali del rapporto.

La normativa, quindi si rende conto dell'importanza degli amministratori nel successo di una società di investimento e cerca, con queste regole, di tutelare gli investitori. A ben guardare, però, il primo vincolo riguardo l'esperienza e la professionalità del titolare di deleghe di gestione appare poco utile in quanto essendo gli investitori istituzionali dei professionisti, difficilmente affiderebbero i propri fondi a società i cui amministratori non siano ritenuti competenti.

Nel caso di Made in Italy 1 i tre promotori, Massimo Carlotti, Simone Strocchi e Luca Giacometti, hanno gestito il loro rapporto con la SPAC utilizzando come tramite la controllata Genus Srl. Le tre figure professionali venivano tutte e tre dal mondo del private equity e quindi conoscevano già il mondo degli investimenti degli investimenti nelle PMI italiane. Tutti e tre i soci, una volta conclusa l'esperienza con Made in Italy 1 hanno continuato a promuovere le operazioni di investimento tramite SPAC.

Per quanto riguarda i meccanismi di remunerazione dei promotori risulta difficile eseguire una classificazione. Esistono tuttavia delle linee di tendenza comuni. In primo luogo qualsiasi sia lo strumento tecnico utilizzato per remunerare i promotori, dà diritto alla restituzione dei fondi in via postergata in caso di liquidazione della società; inoltre di norma i promotori non possono votare in sede di assemblea per l'approvazione della business combination. In ultimo il grado di remunerazione degli investitori dipende dai risultati conseguiti dal titolo anche se, solitamente, le azioni non sono alienabili per un certo periodo dal decorrere dell'effettività della business combination.

Una differenza rilevante nella remunerazione dei promotori può essere identificata nello strumento utilizzato: un sistema (che potremmo definire americano) prevede l'acquisto di azioni a un prezzo simbolico e, accanto a questo, l'acquisto di sponsor warrant, con cui si conferisce capitale di rischio; accanto a questo si colloca un altro modello di remunerazione che prevede l'investimento di capitale di rischio tramite l'acquisto di Azioni Speciali che sono convertite in ordinarie a tranches secondo un certo moltiplicatore. Da sottolineare comunque che in entrambi i casi gli investitori sono sottoposti al rischio di diluizione del capitale sociale in caso di esercizio degli sponsor warrant o di conversione delle azioni speciali.

Per capire in che misura i promoter possano lucrare su questo tipo di operazioni facciamo un esempio. Ipotizziamo il seguente caso rappresentativo di ciò che è successo con Made in Italy 1:

- Una Spac si quota raccogliendo 50 Mln grazie all'emissione di 5.000.000 units ognuna composta da un'azione e un warrant.
- I Promotori apportano capitale di rischio tramite l'acquisto di 150.000 azioni speciali che in tre tranches, di seguito descritte, sono convertibili in rapporto 1:7 in azioni ordinarie
 - 1/3 all'approvazione della business combination
 - 1/3 al raggiungimento di un prezzo per azione pari a 11 euro entro 24 mesi dall'approvazione dell'Operazione Rilevante
 - 1/3 al conseguimento di un prezzo per azione pari a 12 euro entro 24 mesi dall'approvazione dell'Operazione Rilevante

Ora analizziamo il rendimento dei promoter nei vari scenari assumendo che non ci sia nessun investitore che esercita il recesso al momento della business combination.

Caso 1: approvazione business combination (prezzo per azione 10 euro)

in questo caso gli investitori a fronte di un investimento di 1,5 Mln ricevono un rendimento potenziale (sono sottoposti al lock-up) pari al 133% a fronte di un rendimento degli investitori pari al 4%(realizzato grazie ai warrant)

Caso 3: prezzo azione pari a 11 euro

In questo caso gli investitori a fronte di un investimento di 1,5 Mln ricevono un rendimento potenziale pari al 413% a fronte di un rendimento degli investitori pari circa al 24% (grazie all'effetto congiunto di prezzo delle azioni e di warrant)

Caso 2: prezzo azione raggiunge il 12euro

In questo caso gli investitori a fronte di un investimento di 1,5 Mln ricevono un rendimento potenziale pari al 740% a fronte di un rendimento degli investitori pari circa al 44% (grazie all'effetto congiunto di prezzo delle azioni e di warrant)

Seppur i calcoli fatti per estrarre queste soglie non siano perfetti in quanto trascurano alcuni effetti quale ad esempio la diluizione del capitale dovuto all'esercizio del warrant, possono darci un'immagine chiara dei valori in campo. Infatti a fronte di rendimenti più che rispettabili degli investitori possiamo notare un forte sbilanciamento dei meccanismi di remunerazione in favore dei promotori. Il tema di chi sia il soggetto che deve sopportare i costi dell'esercizio delle azioni in mano ai promotori è più complesso da analizzare e dipende dalla forma negoziale della business combination e dai vari accordi che si stringono al momento dell'aggregazione dal punto di vista finanziario.

Resta comunque da sottolineare come, seppur i rendimenti potenziali siano notevoli, essi vanno bilanciati comunque con il rischio di portare avanti un'iniziativa diretta alla PMI con conseguenti implicazioni in termini di incertezza dell'andamento futuro della SPAC, nonché del rischio dovuto a un ipotetico rifiuto della proposta di business combination.

Non sorprende sapere, dati i rendimenti in gioco che i promotori delle SPAC spesso ripropongono al mercato una nuova proposta. Dando solo un'occhiata alle ragioni sociali delle nuove società ci si accorge che ISI 2 e SPACE 2 sono due nuovi progetti nati dal successo rispettivamente delle operazioni ISI 1 - Luve e SPACE - Fila. Guardando più a fondo ci si accorge che anche IPO Challenger, IPO Challenger 2 (iniziativa in fase di preparazione che dovrebbe essere messa in pista per Settembre) e Made in Italy 1 sono state fondate dal medesimo gruppo di imprenditori che fa capo al gruppo Electa.

Procedura delle operazioni con parti correlate

Partendo da qui risulta opportuno fare una digressione su un tema particolarmente spinoso quando si parla di società di investimento e in particolare di SPAC, le procedure delle operazioni con le parti correlate. La norma che a oggetto tale tema è la delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, che impone alle società di adottare un regolamento con l'obbiettivo le regole che disciplinano le modalità di individuazione, approvazione e gestione delle parti correlate. Un soggetto è definito parte correlata se:

Direttamente, o indirettamente, controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;

1. È una società collegata della società;
2. È una joint venture in cui la società è una partecipante;
3. È uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;
4. È uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui ai punti 1 o 4;
5. È un'entità nella quale uno dei soggetti di cui ai punti 4 e 5 esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;

Per operazione con parti correlate, invece, si intende “qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra le parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo”⁵. Senza dilungarsi troppo sui tecnicismi e sulle varie misure che il regolamento deve contenere indichiamo le principali forme di tutela previste, in questo caso, dalla normativa; in particolare i due meccanismi principali di tutela sono di carattere informativo e di carattere procedurale. Per quanto riguarda gli obblighi informativi si ricorda qui, tra gli altri, l'obbligo di divulgare l'identità della controparte (parte correlata) e la natura della correlazione, di predisporre in caso di operazione di maggior rilevanza un documento informativo e di descrivere il procedimento di approvazione dell'operazione. L'aspetto procedurale è invece tutelato dalla Consob attraverso l'obbligo di predisporre un certo iter per l'approvazione delle operazioni nel quale gli amministratori indipendenti (quindi non correlati) abbiano un ruolo centrale. Nel caso di Made in Italy 1 la procedura di approvazione delle operazioni con parti correlate prevede un iter così composto:

⁵ Regolamento Consob n. 17221 del 12-03-2010

- Predisposizione dei documenti informativi necessari a valutare l'operazione;
- Dichiarazione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate⁶ di non correlazione con l'operazione da approvare;
- Raccolta di informazioni utili per la valutazione dell'operazione, ove richiesto anche tramite una consulenza esterna di un esperto;
- Formulazione del parere del Comitato con, se positivo, motivazione di convenienza economica;
- Trasmissione del parere (non è vincolante) al Consiglio di Amministrazione tramite l'esposizione delle motivazioni che hanno guidato il comitato da parte di uno dei suoi membri.

Vengono poi previsti dei casi di esenzioni da tale procedura in ragione di importi esigui, del verificarsi di condizioni di mercato e di operazioni controllate e/o collegate. Rimane da notare in ultima che il parere del comitato, quantunque non vincolante per l'approvazione dell'operazione, deve essere comunicato agli investitori tramite il sito societario e può quindi, tramite gli investitori, esercitare pressione sugli organi sociali.

La normativa delle procedure con parti correlate risulta essere particolarmente rilevante per le SPAC in ragione del ruolo centrale nella scelta dell'azienda target che hanno gli amministratori. Partendo da tale constatazione è facile capire che per gli amministratori possa non essere inconsueto trovarsi in una situazione di conflitto di interessi. Per di più se consideriamo il fatto che gli amministratori di una SPAC ricoprono contemporaneamente altri ruoli in altre società e che sono solitamente personaggi importanti dell'ambiente finanziario, ci si può rendere conto che la tentazione di utilizzare lo strumento SPAC a proprio vantaggio può essere forte.

⁶ Il Comitato deve essere composto da tre Amministratori Indipendenti

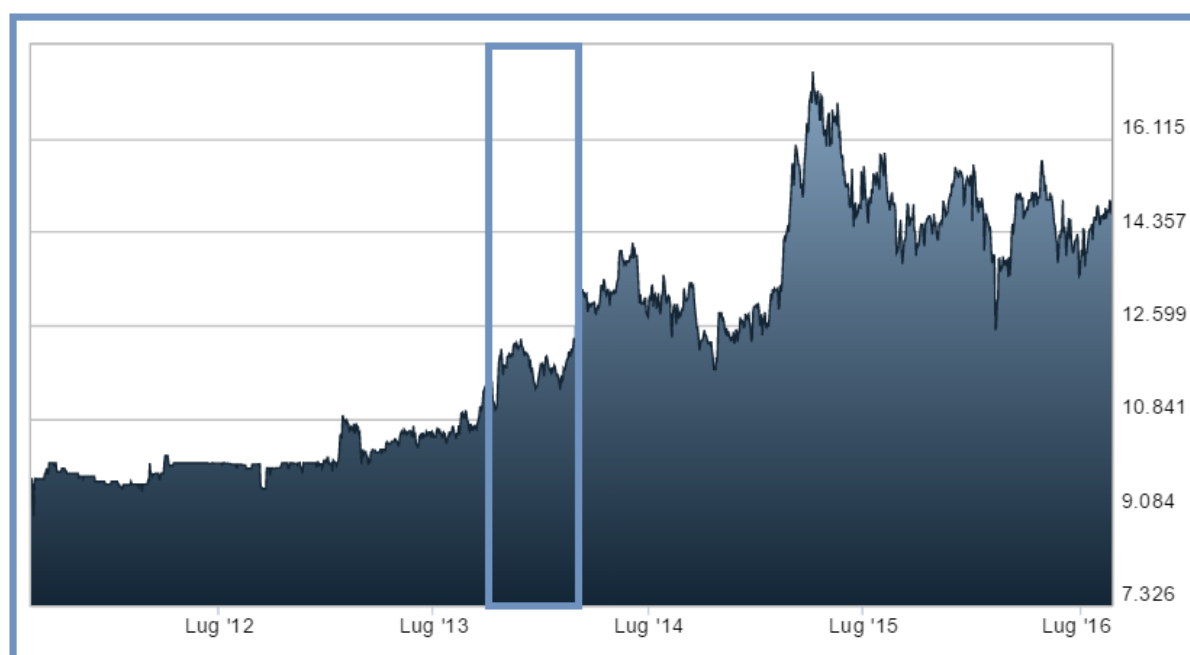
Profili di rischio per gli investitori

Il profilo di rischio e rendimento in un investimento in SPAC non è univoco e dipende sia dalla modalità con le quali viene fatto (azioni o warrant) sia dalle tempistiche di ingresso in società. In seguito viene divisa l'analisi a seconda dello strumento finanziario acquistato in considerazione sia della natura giuridica autonoma che della possibilità di negoziazione separate che vige per tali strumenti nei mercati regolamentati, dopo l'iniziale collocamento sul mercato come units.

Azioni

Le azioni presentano un profilo di rischio-rendimento che si divide in due fasi. Per comprendere in che modo si muova il valore dell'azione nel corso del ciclo di vita della SPAC si riporta sotto il rendimento del titolo Sesa spa (prima denominata Made in Italy 1).

SESA SPA – MADE IN ITALY 1 SPA



Fonte Borsa Italiana

L'andamento del grafico può essere spiegato ricordando il vincolo che è imposto sulla quasi totalità delle somme raccolte in sede di IPO. Il vincolo dura fino all'approvazione dell'operazione rilevante (il periodo in cui si compie la business combination è riquadrato). Per di più in caso di dissonanza tra l'opinione dell'investitore e quello dell'assemblea, questi potrà comunque esercitare il diritto di recesso, recuperando la quasi totalità delle somme

versate inizialmente. Dal momento della business combination il rendimento del titolo dipenderà esclusivamente dalle performance operative dell'azienda target.

Dall'analisi del meccanismo di funzionamento si può capire come, fondamentalmente, fino all'assemblea di approvazione dell'operazione significativa l'acquisto di azioni della SPAC si sostanzia in un investimento a rendimento nullo o leggermente negativo e con rischio zero. Dal momento in cui viene approvata l'operazione rilevante in poi le sorti del valore del titolo dipenderanno dai risultati di mercato dell'azienda target, dal giudizio che gli investitori istituzionali daranno dell'equity, nonché della congruenza di tale valutazione con quella fatta dai promotori. In questa fase subentra anche la possibilità della diluizione del valore del titolo dovuto a diversi fattori, in primis quelli legati alla remunerazione dei promotori. Da segnalare in ultima l'effetto dell'annuncio della business combination sul valore del titolo. Secondo alcuni tale effetto dovrebbe essere preso come indicatore della bontà della scelta degli amministratori: se il titolo si apprezza (come nel caso Made in Italy 1) allora significa che il mercato è favorevole all'operazione, mentre se si assiste a un deprezzamento del titolo gli amministratori dovrebbero pensare a correggere le modalità dell'operazione o a cambiare l'azienda target.

Warrant

I warrant sono un elemento di complicazione dell'analisi del rendimento dell'investimento in una SPAC. Il warrant secondo Borsa Italiana è: "uno 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)". La definizione qui riportata non descrive perfettamente il meccanismo di funzionamento dei warrant solitamente emessi dalle SPAC che tipicamente hanno queste caratteristiche:

- Sono warrant call e quindi danno il diritto ad acquisire azioni a un determinato prezzo.
- L'opzione può essere esercitata in qualsiasi momento prima della scadenza (opzione americana), fatta salva in ogni caso la possibilità di ritardare l'inizio del periodo di esercizio.

- Il loro esercizio può avvenire, a discrezione dell'emittente, secondo la modalità cashless.

Il warrant dà quindi il diritto, pagando un certo corrispettivo, di sottoscrivere le azioni di una società un certo prezzo; sarà inoltre associato a un multiplo, sulla base del rapporto di esercizio, che esprime la “quanti warrant bisogna utilizzare per sottoscrivere un'azione”⁷. Nel caso in cui sia prevista la modalità di negoziazione cashless la sottoscrizione delle nuove azioni avverrà senza il pagamento del corrispettivo previsto per le nuove azioni. In particolare, in questo caso, pagando il prezzo di sottoscrizione, si ottiene il diritto ad avere certo numero di azioni. Il moltiplicatore del warrant si determina utilizzando la formula del c. d. Rapporto di Esercizio che è uguale a:

$$\frac{\text{Prezzo medio mensile} - \text{Prezzo Strike}}{\text{Prezzo medio mensile} - \text{Prezzo di sottoscrizione azioni}}$$

Nel caso in cui il Prezzo medio Mensile superi il prezzo soglia la formula diventa:

$$\frac{\text{Prezzo Soglia} - \text{Prezzo Strike}}{\text{Prezzo Soglia} - \text{Prezzo di sottoscrizione azioni}}$$

Il prezzo soglia fissa il valore massimo a cui possono arrivare i warrant. Il prezzo Strike è correlato con il valore iniziale dell'azione in fase di IPO e rappresenta la base di valore del titolo e quindi il prezzo che il valore dell'azione sottostante deve raggiungere per far sì che il warrant abbia un qualche valore.

Da questo si può capire come il prezzo di Borsa dei warrant sia strettamente correlato al valore dell'azione sottostante:

- Esercizio ordinario; se il prezzo di sottoscrizione è maggiore del valore del titolo il valore dello strumento è nullo o quasi (tale incertezza è dovuta alle aspettative degli investitori che, ipotizzando una crescita di valore del titolo possono speculare sulle differenze di prezzo).

Esercizio cashless; se il prezzo Medio Mensile del titolo è minore del prezzo Strike il valore dello strumento è nullo.

- Esercizio ordinario; se il prezzo di sottoscrizione è minore del valore del titolo il valore dello strumento positivo.

Esercizio cashless; se il prezzo Medio Mensile del titolo è maggiore del prezzo Strike il valore dello strumento positivo.

Rimane da capire per quale motivo la raccolta di capitale di una Spac, passi attraverso il collocamento di units piuttosto che di semplici azioni. In ultima analisi l'utilizzo di strumenti come i warrant non è conveniente da un punto di vista economico per il successo della società ma può incentivare gli investitori a scommettere nel successo della Spac perché permette loro di ampliare le proprie possibili combinazioni di investimento. In più il meccanismo di collocamento dei warrant “in the money” favorisce gli investitori che partecipano alla IPO dato che il prezzo dell'azione (che ricordiamo essere negoziata separatamente) solitamente non sopporta una perdita del valore di sottoscrizione delle units a seguito della separazione dei due strumenti. A prima vista sembra che i promotori stiano regalando un “pasto gratis” agli investitori ma osservando meglio sia la natura del fenomeno, che i tempi di maturazione dell'investimento ci si può accorgere di come il profilo di rischio dell'investimento in una Pmi e il tempo di messa a frutto delle somme investite, meritino una particolare remunerazione.

Diritto di recesso

Il diritto di recesso è una delle caratteristiche più importanti dello strumento SPAC. Questo strumento di tutela risulta essere l'unica garanzia tangibile, di carattere economico, concessa agli investitori. Infatti permette il cambiamento del profilo di rischio dell'operazione nella prima fase di vita della SPAC.

Le modalità e i tempi attraverso cui il diritto di recesso deve essere esercitato sono disciplinati dallo statuto delle varie società. Di seguito vengono riassunte le caratteristiche tipiche del diritto senza pretese di esaustività ma cercando di dare una visione di insieme del fenomeno. In primo luogo va sottolineato come gli strumenti finanziari in mano ai promotori non diano ai titolari l'opportunità di esercitare il recesso. La business combination viene approvata se la maggioranza qualificata indicata nello statuto approva l'operazione e i soci non esercitano il diritto di recesso per una quota eccedente quella indicata come limite nello statuto. Il recesso è regolato dal Codice Civile dall' articolo 2473 (e seguenti) che sancisce che:” Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) [...]”

La norma civilistica risulta particolarmente calzante nel descrivere un'operazione di business combination. Per quanto riguarda il valore delle azioni in caso di esercizio del recesso viene stabilito che i soci hanno diritto a conoscerlo almeno 15 giorni prima della data fissata per l'assemblea. Vengono poi stabilite nel 2437-ter le modalità di determinazione del valore della liquidazione che, con riferimento alle società quotate d offre 3 possibilità:

- 1 – La media mensile del prezzo dell'azione nei sei mesi precedenti alla ricezione della volontà a recedere
- 2 – determinazione del valore da parte degli amministratori tenuto conto della consistenza patrimoniale della società
- 3 - Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione facendo riferimento a voci di bilancio suscettibili di valutazione patrimoniale.

Il caso di recesso nelle SPAC solitamente rientra nel caso 2 ma non è da escludere che lo statuto possa prevedere una diversa modalità di esercizio. Il criterio comunque di riferimento continua a essere quello della consistenza patrimoniale della società che va valutata tenendo

in considerazione la presenza dei fondi vincolati che, nella maggior parte dei casi, contengono tutti i fondi raccolti in sede di IPO. Per questo motivo il valore liquidato al socio in sede di esercizio del diritto di recesso corrisponde all'integrale investimento. Per di più va sottolineato che se il criterio utilizzato fosse quello della media mensile del prezzo dell'azione si potrebbero porre sostanziali scostamenti tra il valore del titolo e dei fondi vincolati sia favorevoli che contrari agli investitori, rendendo l'investimento iniziale nella SPAC soggetto alla speculazione da parte del mercato.

Va comunque sottolineato che il recesso dà diritto alla liquidazione delle azioni. I warrant quindi, essendo negoziati separatamente restano in mano all'investitore.

Fattori chiave per la ricerca della target

Come già detto le SPAC hanno l'obbligo di definire e perseguire una politica di investimento. Questa caratteristica permette agli investitori di farsi un'idea circa le potenziali aziende target che la SPAC cercherà di inglobare. La descrizione di una politica di investimento inizia sempre elencando le ragioni per cui si crede che il proprio contributo possa essere di notevole impatto, e quindi redditizio, per un'azienda operativa. Nel contesto economico attuale non sorprende trovare in questo elenco spesso citati:

1. Una generalizzata crisi di liquidità del mercato
2. Le difficoltà gestionali nelle PMI dovute a ricambi generazionali del management
3. Le necessità dei fondi di private equity di liquidare le proprie partecipazioni
4. La struttura finanziari delle Pmi che generalmente fanno ricorso a troppo capitale di debito
5.

Una volta descritti i motivi che hanno portato la SPAC a nascere vengono descritti i segmenti di mercati sui quali si concentrerà la ricerca. Si parla di segmenti e non di settori per cui si ricercano più delle caratteristiche generali dell'azienda piuttosto che concentrarsi su un solo settore industriale. Tale caratteristica definisce la c. d. SPAC generalista che si contrappone alla Spac tematica. Volendo fare un esempio di come una SPAC tematica identifica il proprio settore target si riporta uno stralcio della politica di investimento di GreenItaly1, ora denominata Zephyro Spa: “la Società intende effettuare la ricerca della società target nei seguenti Settori Rilevanti:

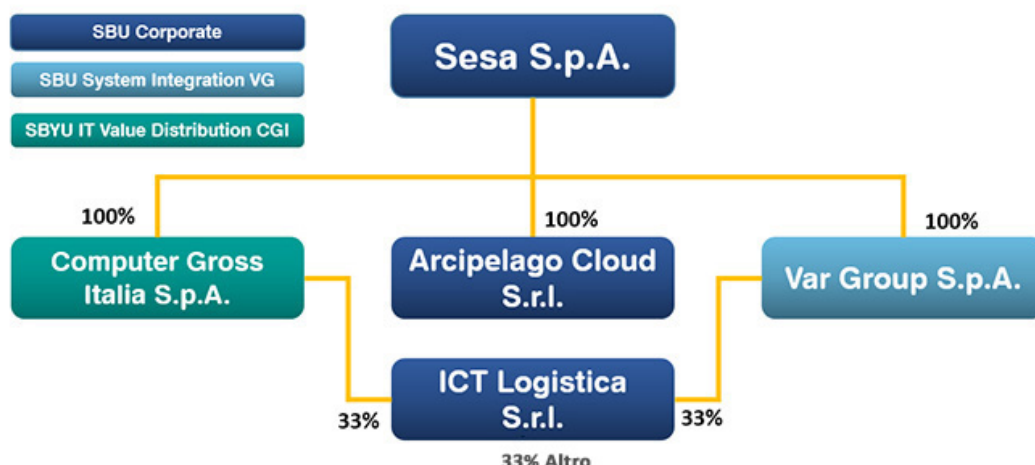
1. Eco-building
2. Green chemistry
3. Lighting solutions
4. Smart energy
5. waste management
6. Agribusiness
7. Eco-mobility
8. Environmental services
9. Water, air, noise treatment
10. White biotech”

Tralasciando il giudizio di merito si vuole semplicemente far notare come, in questo caso, vengano definiti in modo puntuale i settori di interesse. In seguito vengono indicati criteri e linee guida che il management intende seguire per la valutazione delle potenziali target. Senza pretese di esaustività possiamo dividere i criteri in economici (es. soglie di risultati), finanziari (es. genera flussi di cassa positivi), di posizione competitiva (es. leader nel settore), settoriali (es. crescita prevista), gestionali (es. qualità del management). Un altro criterio che risulta essere determinante è quello del valore dell'enterprise value dell'azienda target. Ipotizzando di avere una SPAC che raccoglie 50 Mln e vuole raggiungere una posizione di minoranza i promotori dovranno ricercare una target il cui enterprise value si attesti attorno ai 150 mln. Ci sono due ragioni principali per le quali le SPAC di questa dimensione sono le più frequenti: in primo luogo bisogna considerare la natura del tessuto economico italiano; è necessario poi chiedersi oltre quale soglia di capitalizzazione le aziende siano dotate in autonomia delle strutture necessarie a condurre autonomamente la quotazione. Per quanto riguarda il primo aspetto, guardando al numero di aziende potenzialmente target è chiaro che più grande l'azienda deve essere, meno aziende disponibili ci saranno, più il prezzo corrisposto dovrà essere alto. In ultimo si segnala come fattori chiave per essere selezionate come società target è l'avere un progetto di sviluppo, sia nazionale sia internazionale, solido, che possa convincere gli investitori istituzionali della bontà dell'azienda.

La scelta dei promotori di Made in Italy 1 è ricaduta su Sesa spa un'azienda attiva nel settore ICT. Il gruppo, fondato nel 1973 da Paolo Castellacci e Piero Pelagotti, è leader nella distribuzione di servizi IT alle piccole e medie imprese italiane. I segmenti di mercato in cui opera sono principalmente due:

1. Distribuzione a valore aggiunto di hardware e software di qualità a una clientela di tipo business
2. Offerta di soluzioni e consulenze mirate a formare e supportare le aziende quali utilizzatori di tecnologie IT

Nel 2012 il fatturato di Sesa si attestava a 809 Mln di Euro e ad oggi, grazie anche all'apertura del capitale al mercato è riuscita a crescere fino a arrivare a 1060 Mln di Euro nel 2015 con una crescita pari al 30,54%. La struttura del gruppo si presenta come segue:



Fonte www.sesa.it

L'azienda ha molte caratteristiche che i promotori di una SPAC apprezzano. Il gruppo, infatti ha dimostrato di essere un'azienda in continua crescita nell'ultimo decennio, leader nel proprio settore e con solidi risultati sia economici che patrimoniali. Di seguito si riportano Conto Economico e Stato patrimoniale del gruppo Sesa al 30/04/2012 e al 30/04/2011:

Conto Economico Consolidato Riclassificato (in migliaia di Euro)	30/04/2012	% Val. della Produzione	30/04/2011	% Val. della Produzione	Variazione % 2012 su 2011
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	809.542	99,0%	745.683	99,2%	8,6%
Variazione rimanenze	56		(106)		
Variazione lavori in corso su ordinazione	132		(42)		
Increment. immobilizzazioni per lavori interni	670		330		
Altri Ricavi e Proventi	7.377		6.158		
Valore della Produzione	817.777	100,0%	752.023	100,0%	8,7%
Acquisto merci	(686.314)	83,9%	(639.470)	85,0%	
Costi per servizi	(52.217)	6,4%	(48.596)	6,5%	
Costi per godimento beni di terzi	(4.054)	0,5%	(3.209)	0,4%	
Oneri diversi di gestione	(1.970)	0,2%	(1.402)	0,2%	
Totale Costi	(744.555)	91,0%	(692.677)	92,1%	7,5%
Valore Aggiunto	73.222	9,0%	59.346	7,9%	23,4%
Costi per il personale	(36.083)	4,5%	(28.433)	3,8%	26,9%
Margine Operativo Lordo (Ebitda)	37.139	4,5%	30.913	4,1%	20,1%
Ammortam. ti imm. ni immateriali	(1.755)	0,2%	(1.118)	0,1%	
Amortamenti imm. ni materiali	(3.963)	0,5%	(3.485)	0,5%	
Svalutazioni ed accantonamenti per rischi	(1.771)	0,2%	(5.572)	0,7%	
Risultato Operativo (Ebit)	29.650	3,6%	20.738	2,8%	43,0%
Proventi e oneri finanziari netti	(3.755)	0,4%	(2.273)	0,3%	
Rettifiche di valore	30	0,0%	(148)	0,1%	
Risultato Ordinario	25.925	3,2%	18.317	2,4%	41,5%
Componenti straordinarie nette	(230)	0,1%	131	0,1%	
Risultato prima delle imposte (Ebt)	25.695	3,1%	18.448	2,5%	39,3%
Imposte sul reddito d'esercizio	(9.784)	1,2%	(7.553)	1,1%	
Risultato netto dell'esercizio	15.911	1,9%	10.895	1,4%	46,0%
Utile di competenza di terzi	170		304		
Utile di pertinenza del gruppo	15.741	1,9%	10.591	1,4%	48,6%

Fonte Documento Informativo di Sesa Spa

Stato Patrimoniale Riclassificato Consolidato (in migliaia di Euro)	30/04/2012	% su capitale investito netto	30/04/2011	% su capitale investito netto	Variazione 2012 su 2011
Crediti verso soci per vers.ti dovuti (A)	12	0,0%	25	0,0%	(13)
Immobilizzazioni immateriali nette	5.485		3.685		
Immobilizzazioni materiali nette	31.871		36.658		
Immobilizzazioni finanziarie	4.476		4.109		
Capitale immobilizzato (B)	41.832	75,0%	44.452	48,6%	(2.620)
Attività fin. che non costituiscono part.ni	1.873		205		1.668
Rimanenze di magazzino	42.171		42.821		(650)
Crediti verso Clienti	162.605		167.825		(5.220)
Crediti verso imprese collegate	2.222		1.390		832
Crediti tributari	8.984		8.887		97
Altri crediti	37.099		23.993		13.106
Ratei e risconti attivi	4.911		3.984		927
Attività d'esercizio a breve termine (C)	259.865		249.105		10.760
Debiti verso fornitori	206.826		164.027		42.799
Acconti	491		436		55
Debiti verso società collegate	1.988		1.788		220
Debiti tributari e previdenziali	6.603		8.486		(1.883)
Altri debiti	11.496		11.508		(12)
Ratei e risconti passivi	8.947		7.131		1.816
Passività d'esercizio a breve termine (D)	236.351		193.356		42.995
Capitale d'esercizio netto (E=C-D)	23.514	42,1%	55.749	61,0%	(32.235)
T.F.R.	7.949		6.815		1.134
Debiti tributari e previd.li (oltre 12 mesi)	-		-		
Fondi per rischi e oneri	1.600		2.004		(404)
Passività a medio lungo termine (F)	9.549	17,1%	8.819	9,6%	730
Capitale Investito Netto (A+B+E-F)	55.809	100,0%	91.407	100,0%	(35.598)
Patrimonio netto del gruppo	85.483		71.486		14.017
Patrimonio netto di competenza di terzi	2.340		2.134		206
Totale Patrimonio Netto Consolidato	87.823	157,4%	73.600	80,5%	14.223
Pos. Finanziaria Netta a Medio Termine	16.633		20.126		(3.493)
Pos. Finanziaria Netta a Breve Termine	(48.647)		(2.319)		(46.328)
Totale Posizione Finanziaria Netta	(32.014)	-57,4%	17.807	19,5%	(49.821)
Mezzi propri e indebitam. finanziario netto	55.809	100,0%	91.407	100,0%	(35.598)

Fonte Documento Informativo di Sesa Spa

Dal Conto Economico si può vedere come l'azienda risulti in Utile in entrambi gli esercizi, con l'utile in crescita del 48,6%. Altra nota interessante è la crescita del fatturato che nel biennio si attesta al 8,6%. Di notevole rilevanza è anche un netto peggioramento della posizione finanziaria netta a breve termine di 46.328 migliaia di Euro, indice della necessità di raccolta di ulteriori risorse finanziarie per supportare la crescita.

La business combination

La business combination è l'obiettivo ultimo della SPAC. Una volta effettuata la società cambia la sua natura diventando tutti gli effetti un'azienda operativa. Il successo della SPAC da questo momento in poi dipenderà dalle performance operative dell'azienda target. Le forme tecniche attraverso cui si compie quella che nei prospetti informativi viene indicata con la formula operazione rilevante sono diverse e dipendono solamente dall'autonomia negoziale delle parti. Infatti nel documento di ammissione di una SPAC difficilmente verrà indicata la forma negoziale che si intende utilizzare anche per evitare di limitare l'autonomia degli amministratori nelle trattative.

Sostanzialmente le forme di aggregazione aziendale si dividono in aggregazioni di maggioranza e di minoranza. Nel caso di acquisto totale di un'azienda operativa, inconsueto nella prassi italiana ma non impossibile, l'azienda si strutturerà in un primo momento come una holding per poi addivenire a una fusione, a seguito della quale l'azionariato della nuova azienda coinciderà con quello della SPAC. Nel caso di una partecipazione di minoranza, invece, la casistica diventa più frammentata. Senza pretesa di essere esaustivi, ci possono essere casi in cui un'azienda acquisti una parte dell'equity oppure casi in cui la liquidità venga in parte utilizzata per comprare azioni già esistenti, in parte come dote da portare al momento della fusione. Resta comunque difficile comporre una casistica precisa delle forme con le quali si svolgono le aggregazioni dal punto di vista finanziario. Infatti le SPAC non sono altro se non c. d. “blank check company” e cioè società che dispongono solo di liquidità che possono utilizzare nei modi più svariati cercando di volta in volta di adattarsi nel miglior modo possibile alla situazione. Questa caratteristica comporta sia una grande flessibilità e adattabilità dello strumento ma comporta anche dei limiti in quanto non sempre la valutazione del flusso dei profitti è chiara e riesce a identificare in modo puntuale chi ne giova.

Per quanto riguarda il trattamento contabile della business combination esso si differenzia a seconda dei principi contabili adottati dalla società. Va qui sottolineato che, benché il regolamento emittente di Aim Italia lascia libertà di scelta alle emittenti sui ai principi da seguire, nazionali o internazionali, le SPAC e i suoi promotori scelgono più frequentemente gli internazionali, per permettere una più facile comparazione dei risultati conseguiti con quelli di altri soggetti presenti sul mercato.

Il principio contabile che si occupa delle business combination è lo IFRS 3 emanato nel 2004 e rivisto nel 2008. Il principio inizia definendo le aggregazioni aziendali come l'unione di due

entità o business distinte in un'unica entità tenuta alla relazione del bilancio. La business combination deve essere contabilizzata come un acquisto per cui dapprima è necessario individuare un'acquirente e un venditore. Dato che a naturale conclusione del ciclo di vita di una SPAC è la fusione delle due società, a seconda di quale venga incorporata nell'altra si avrà continuità nel titolo (la SPAC cambia denominazione) o una nuova quotazione. In ogni caso l'IFRS 3 individua l'acquirente come colui che ottiene il controllo dell'entità oggetto dell'aggregazione, suggerendo, in casi ambigui, tre criteri discriminanti: l'ammontare del fair value (la più grande è l'acquirente), l'acquisto di titoli con diritto di voto (chi lo compie è l'acquirente), il management post aggregazione. Nel caso specifico delle SPAC va tenuto presente che solitamente la partecipazione ricercata è di minoranza per cui anche se legalmente acquisisce l'azienda target contabilmente si configura come l'acquisita. Questo casistica è individuata nel IFRS 3 come reverse acquisition e, per questo, segue delle regole particolari di contabilizzazione. Per l'individuazione di questo tipo di operazioni il principio suggerisce 2 criteri determinanti:

1. Se la maggioranza delle azioni, e quindi dei voti, nell'entità aggregata risulta essere in mano degli azionisti dell'acquisita legale allora si può parlare di reverse acquisition:
2. Se il management della combinata risulta essere composto per la maggior parte da quello presente nella acquisita locale allora si può parlare di reverse merger.

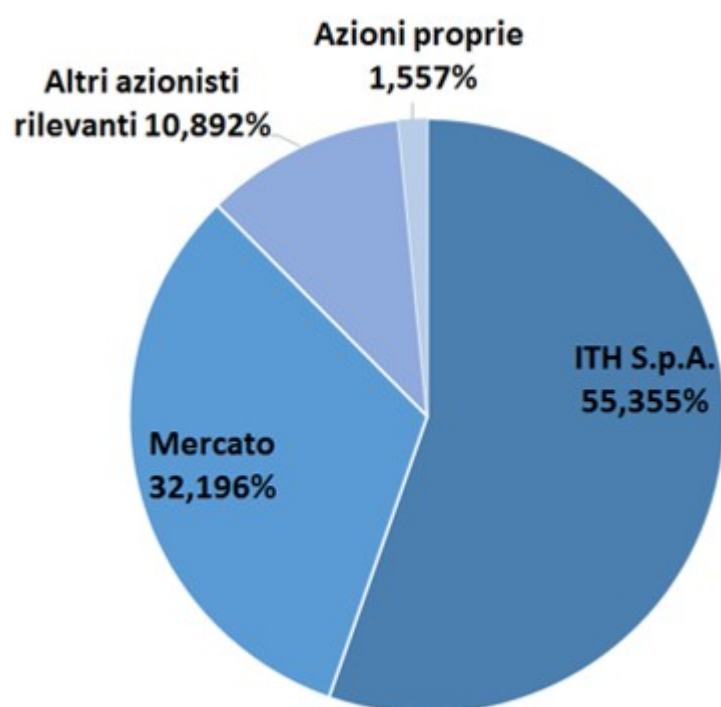
La contabilizzazione delle reverse acquisition parte dall'assunto che “l'acquirente contabile non emette corrispettivi per l'acquisita. Invece, l'acquisita contabile generalmente emette le proprie azioni ordinarie per i soci dell'acquirente contabile”. Di conseguenza il fair value dell'operazione si basa sul valore scambiato tra le due entità il cui corrispettivo è l'acquisizione di interessenze da parte dell'acquirente. Per questo esso deve essere calcolato come il valore delle interessenze che la acquisita avrebbe dovuto emettere per dare all'acquirente una percentuale di partecipazione pari a quella ottenuta post aggregazione. Tale valore, che rappresenta il valore di mercato delle azioni della SPAC al momento della fusione può essere, e anzi molto spesso è, più alto del patrimonio netto dato alla target. Questo accade perché fisiologicamente al momento dell'annuncio dell'operazione rilevante da parte dei promotori il titolo, se l'operazione è gradita dal mercato si apprezza. Facciamo un esempio molto semplice per capire l'origine del problema. Una SPAC raccoglie 10 mln emettendo 100 azioni al prezzo di 100.000 l'una. Al momento dell'annuncio della business combination il titolo si apprezza arrivando a quota 110.000 e rimane stabile fino all'iscrizione dell'atto di fusione. Secondo il principio sopra descritto il bilancio consolidato di target e SPAC, dovrà

iscrivere il valore del patrimonio calcolato con il metodo del fair value (valore degli strumenti finanziari emessi) a 11 Mln avendo come corrispettivo il patrimonio contabile della SPAC pre aggregazione di 10 Mln. A questo punto dobbiamo chiederci come trattare il milione in più risultante dalle scritture contabili. L'IFRS interpretations Committee dello IASB International Accounting Board si è espresso sull'argomento attraverso uno staff paper⁸ indicando come la differenza debba essere considerata come un corrispettivo in azioni pagato per il servizio di quotazione offerto dalla SPAC. Pertanto la differenza deve essere imputata a conto economico nel bilancio consolidato delle due entità. Tale metodo di contabilizzazione mira a rappresentare forfettariamente dei costi con conseguenti problemi circa l'attendibilità delle stime sia in senso negativo che positivo. Per quanto riguarda la redazione del bilancio consolidato l'IFRS 3 al punto B21 impone che esso sia pubblicato a nome dell'acquirente legale ma che nelle note venga descritto come prosecuzione del bilancio dell'acquisita.

In data 15 ottobre 2012 è stato sottoscritto l'Accordo Quadro tra Made in Italy 1 e ITH, società controllante di Sesa spa con una partecipazione pari al 72.93% del capitale. L'accordo prevedeva in primis l'acquisto da parte di Made in Italy 1 delle partecipazioni di minoranza in Sesa per complessivi Euro 16.000.659, subordinato alla stipula dell'atto di fusione, per fare in modo che alla fine dell'operazione gli unici due azionisti risultino ITH e Made in Italy 1. Il rapporto di cambio delle azioni Sesa è stato fissato come segue: ogni 200 azioni Sesa 27 azioni Made in Italy 1 di cui 24 ordinarie e 3 riscattabili. L'operazione di è conclusa con un aumento di capitale di Euro 36.458.532,00 mediante emissione di n. 9.114.633 azioni di nuova emissione, di cui n. 7.764.317 azioni ordinarie e n. 1.350.316 azioni riscattabili. A seguito dell'annuncio del progetto di business combination n. 945.672 azioni sono state proposte ai soci in opzione di cui sono rimaste inoperte n. 822.487 azioni, pari al 16,45% delle azioni di Made in Italy 1. ITH ha sottoscritto un accordo di lock-up che vincolava la società per 36 mesi a partire dall'iscrizione dell'atto di fusione. Da sottolineare comunque che ad oggi a quasi 47 mesi dalla fusione ITH ha tenuto il controllo della società e, ad oggi, detiene il 55,355% del capitale sociale.

⁸ Business Combination: accounting for revers acquisition transactions where the acquiree is not a business, Marzo 2012

Ad oggi la struttura dell'azionariato si presenta come segue:



Fonte sito internet di Sesa Spa

CAPITOLO 3

CASO STUDIO: IPO CHALLENGER – ITALIAN WINE BRANDS

Il secondo caso studio che tratto in questa sede è quello di Ipo Challenger che ha portato alla quotazione di IWB, l'unica società vinicola contendibile al momento presente in Italia. La società, i cui soci promotori sono Simone Strocchi, Angela Oggionni e Luca Giacometti, può essere considerata un'evoluzione delle SPAC. La differenza tra i due modelli sta nel fatto che nel caso della SPAC innovativa il momento della quotazione viene posticipato al momento di approvazione della business combination. L'ammissione alle negoziazioni sarà quindi fatta dalla società target con il vincolo di permettere la sottoscrizione degli strumenti finanziari emessi solo agli obbligazionisti della SPAC e agli altri soggetti coinvolti nell'accordo di business combination. Si parla di obbligazionisti perché la raccolta iniziale in questo caso avviene attraverso l'emissione e il collocamento presso investitori istituzionali di obbligazioni convertibili. Come nel caso di una normale SPAC anche qui i fondi raccolti sono vincolati fino al momento di esecuzione dell'operazione rilevante. Nel caso specifico le obbligazioni di IPO Challenger avevano durata di 12 mesi e i fondi raccolti sono stati vincolati tramite un deposito vincolato.

Il meccanismo di quotazione cambia in modo radicale da quello classico. La prima vistosa differenza la si nota nel metodo di raccolta dei capitali: mentre in una normale SPAC si collocano in un mercato degli strumenti finanziari, principalmente azioni e warrant, in questo tipo di società la raccolta avviene attraverso l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni e warrant di una società che contestualmente alla conversione verrà quotata in Borsa. La società IPO Challenger si è costituita e ha emesso obbligazioni convertibili che sono state collocate presso investitori istituzionali arrivando a raccogliere 52 Mln. Le obbligazioni sono caratterizzate dal diritto riconosciuto ogni quadrimestre dalla data di emissione di liquidare l'investimento con penali decrescenti, rispettivamente del 3%, 2% e 1%, attraverso l'esercizio di un'opzione put. Il primo vantaggio della non quotazione è la possibilità di interagire con gli investitori senza bisogno di rispettare gli obblighi informativi e di canale che i mercati regolamentati prevedono e quindi la possibilità di avere contatti di tipo informale con gli investitori. Da segnalare inoltre che il periodo destinato alla ricerca della target risulta sensibilmente ridotto rispetto ai 24/36 mesi che le SPAC ordinarie dedicano alla ricerca. Tale caratteristica è da ricondurre a due fattori principali: in primo luogo la maggior flessibilità di questo tipo di operazioni dovuto alla mancanza dei vincoli che la quotazione in Borsa prevede; si ritiene poi che i promotori contattino preventivamente (prima della raccolta) le

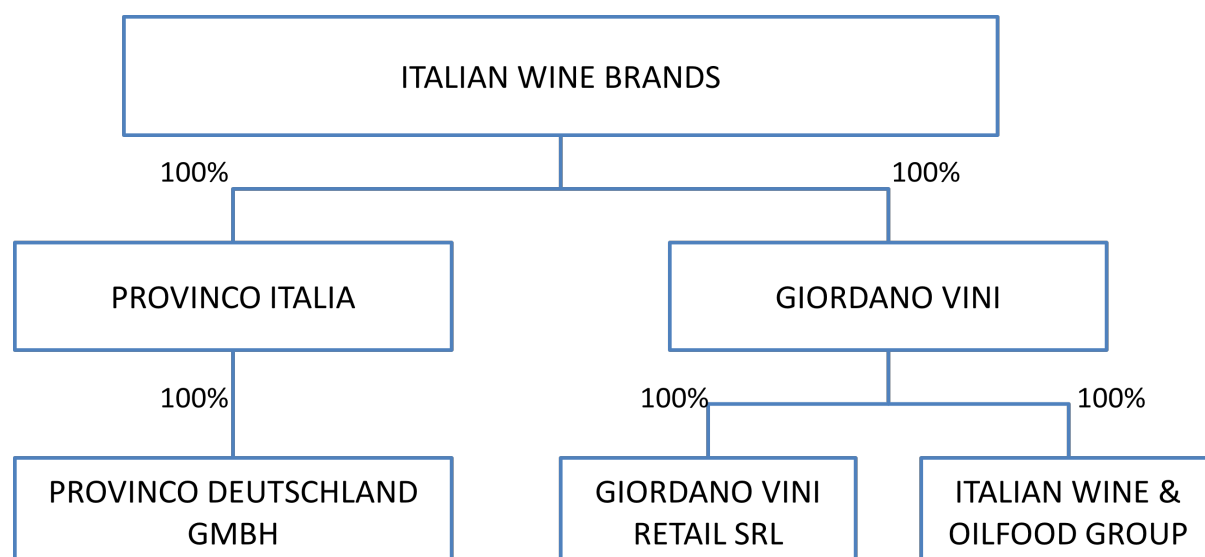
società possibili target dell'operazione. A supporto di questo da segnalare che la seconda IPO Challenger (denominata IPO Challenger 2) che verrà costituita in settembre avrà una durata di appena 6 mesi, tempo che risulta insufficiente se consideriamo i tempi di ricerca di un'azienda adatta e quelli di svolgimento di un'accurata attività di due diligence.

L'operazione rilevante va comunque approvata dagli obbligazionisti che, in caso di rifiuto hanno diritto al rimborso in denaro. In questo caso non si parla in diritto di recesso, perché è insito nello strumento dell'obbligazione il diritto a vedersi restituire i fondi. Infatti in caso di approvazione dell'operazione rilevante si parla di rimborso in natura, che avviene attraverso l'assegnazione di azioni e warrant della società operativa. Lo schema negoziale qui descritto è un esempio di pre-booking company in cui l'immobilizzazione dei fondi dà diritto alla prelazione sugli strumenti finanziari emessi in sede di quotazione.

Agli investitori sono state assegnati azioni e warrant nel rapporto di 49 a 50, mentre ai promotori ogni azione ordinaria dava diritto all'assegnazione di 25 warrant. In questo caso risulta essere particolarmente efficace il meccanismo di remunerazione dei promotori nell'allineare gli interessi delle varie parti in gioco, assegnando i medesimi strumenti, anche se con rapporti diversi, alle varie parti in gioco.

L'operazione IPO Challenger ha anche un'ulteriore elemento di interesse nella scelta dell'azienda target. Infatti Italian Wine Brands nasce dall'aggregazione di due realtà imprenditoriali italiane: Provinco Italia e Giordano Vini.

La struttura del gruppo post aggregazione risulta essere la seguente:



Alle due entità pre aggregazione corrispondono due segmenti:

- Il segmento Giordano si occupa di attività che comprendono la produzione e la distribuzione di vini e, in misura minore, alla commercializzazione di altri prodotti alimentari, attraverso i canali della vendita a distanza e in misura residuale attraverso il canale export;
- Il segmento Provinco comprende le attività di produzione e commercializzazione di vini sui mercati della grande distribuzione organizzata internazionale.

Le due società integrate vengono anche da storie imprenditoriali molto diverse. Mentre Giordano Vini dal 2007 è sotto il controllo del fondo di private equity Private Equity Partners, Provinco Italia rimane estranea a questo tipo di ambiente fino all'operazione IPO Challenger. Sintomo di una distanza dal punto di vista amministrativo è la redazione del bilancio secondo principi contabili differenti (IFRS per Giordano Vini e principi nazionali per Provinco Italia). Il fatturato consolidato si attestava attorno ai 140 Milioni (circa 100 per Giordano Vini e 40 per Provinco).

In data 31/10/2014 è stato sottoscritto l'accordo quadro le cui previsioni più rilevanti sono riassunte in seguito.

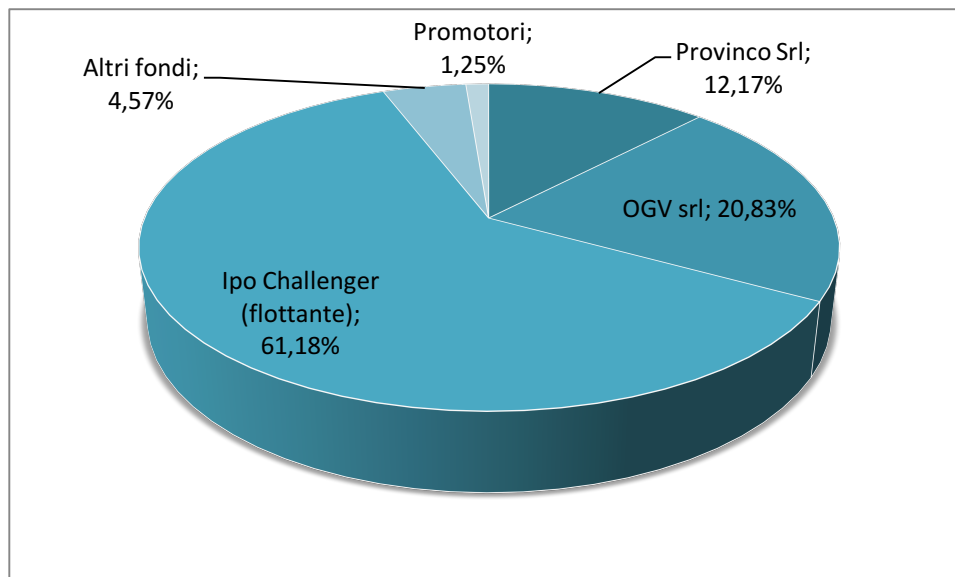
1. Progetto di ammissione di Warrant e Azioni ordinarie su Aim Italia.
2. Aumento del capitale sociale in natura riservato a OGV Srl (società che prima dell'operazione rilevante deteneva il 100% di Giordano Vini) per complessivi massimi Euro 13.700.000 euro mediante emissione di 1.370.000 Azioni Riscattabili. Il corrispettivo previsto è pari al conferimento di tutte le azioni che costituiscono il capitale sociale di Giordano Vini.
3. Aumento del capitale sociale in natura riservato a Provinco Srl, al dott. Loris Delvai e al dott. Giampiero Avesani per complessivi massimi Euro 8.000.030,00 mediante l'emissione di 800.030 Azioni ordinarie da liberarsi da parte di Provinco Srl, del dott. Loris Delvai e del dott. Giampiero Avesani attraverso il conferimento di 53.143 azioni di Provinco Italia (pari al 40% del capitale).
4. Aumento di capitale a pagamento e in denaro da sottoscrivere da parte dei fondi che partecipano a Giordano Vini mediante l'emissione di 300.000 azioni al prezzo unitario di Euro 10,00
5. Acquisto della restante parte del capitale di Provinco Italia pari a 79.714 azioni da parte di Italian Wine Brands attraverso il versamento di Euro 11.999.970.

6. Aumento di capitale a pagamento e in denaro in Opzione a IPO Challenger Spa per complessivi massimi Euro 41.950.000,00 attraverso l'emissione di 4.195.000 azioni a cui sono abbinati gratuitamente warrant nel rapporto di 3 warrant ogni 2 azioni.
7. Aumento di capitale a pagamento di massimi Euro 181.377.00 Euro mediante l'emissione di massime 1.813.770 Azioni di Compendio, riservate esclusivamente ai titolari dei warrant da esercitare in conformità con quanto indicato nel Regolamento dei Warrant⁹.

Come nel caso di Made in Italy 1 i Warrant sono esercitati secondo la modalità c.d. cashless. Agli investitori di Ipo Challenger sono state assegnate 4.023.451 Azioni Ordinarie (pari al 61,19% del capitale sociale) e 4.105.654 warrant. Ai promotori, invece, 82.113 azioni (1,25% del capitale sociale) e 2.052.827 warrant (il 33% circa dei warrant emessi).

Le azioni riscattabili rappresentano un modo di diluire la partecipazione la partecipazione di OGV nel caso di performance negative di Giordano vini e saranno riscattabili qualora l'azienda non raggiunga determinati risultati economici. Il riscatto avviene a norma dell'art 2437-sexies del Codice Civile e consiste nel ritiro delle azioni senza decremento del patrimonio netto di IWB s

La struttura dell'azionariato post Operazione Rilevante si configurava quindi come segue:



Le azioni detenute da Ipo Challenger sono le uniche a poter essere liberamente trasferibili alla data di ammissione alle negoziazioni in quanto le altre categorie di azionisti sono sottoposti a

⁹ Prezzo Strike pari a Euro 9,5, prezzo di sottoscrizione pari a Euro 0,10 e prezzo soglia pari a Euro 13,30

un accordo di lock-up nei confronti della società per 24 mesi a partire dall'ammissione alle negoziazioni (avvenuta il 19/01/2015).

L'andamento del titolo e dei warrant di IWB pur non essendo particolarmente brillante deve in parte il suo andamento alla sfavorevole congiuntura economica. Se confrontato con l'indice azionario di riferimento, il FSTE Aim Italia, ci accorgiamo di come l'andamento del titolo sia in ogni caso migliore delle performance medie del mercato. Da tenere a mente per una corretta valutazione dei risultati dell'operazione che alle azioni erano stati abbinati warrant di cui si riporta l'andamento storico del prezzo.

Prezzo del titolo Italian Wine Brands



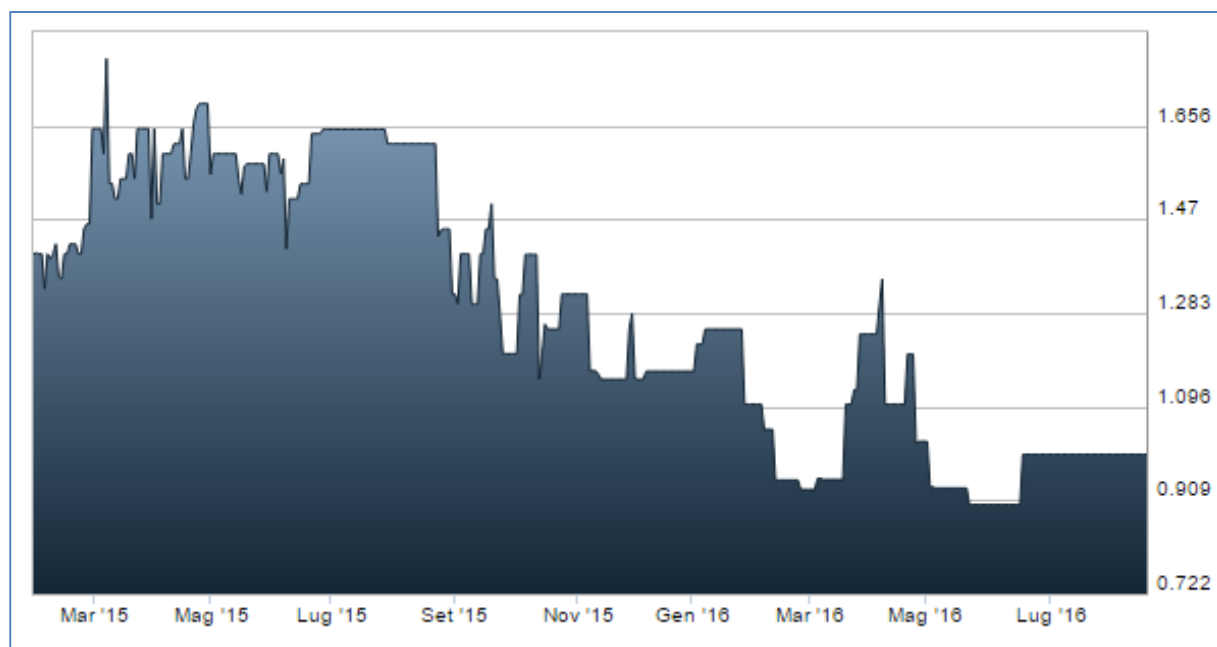
Fonte Borsa Italiana

Confronto tra l'andamento del titolo Italian Wine Brands e l'indice FTSE Aim Italia



Fonte Borsa Italiana

Andamento del prezzo dei Warrant di Italian Wine Brands



Fonte Borsa Italiana

CONCLUSIONI

Nel corso della tesi si è cercato di dare una visione generale degli aspetti più rilevanti che si incontrano nel momento in cui si entra in contatto con le SPAC. Questo strumento si presenta come un metodo flessibile, rapido e efficace per la quotazione di realtà di eccellenza dell'imprenditoria italiana.

Si è dapprima data una visione generale del fenomeno in modo da rendere più agevole la comprensione degli aspetti rilevanti che di volta in volta sono stati presentati. Nel presentare i vari temi si è deciso di utilizzare come esempio la società, Made in Italy 1, particolarmente idonea a mettere in luce tutte le diverse problematiche relative al tema in esame. Si è preferito concentrarsi su un'azienda piuttosto che cercare di dare una visione generale in quanto il fenomeno è caratterizzato dalla possibilità di essere adattato e quindi difficilmente catalogabile.

Difficile ad oggi prevedere quale modello di funzionamento si imporrà sugli altri anche se il caso studio di Ipo Challenger ci offre degli spunti interessanti di riflessione. In particolare ciò che funziona di questo modello è il contatto informale con gli investitori e le possibili target, caratteristica che lascia ampia libertà di manovra ai promotori.

La mia personale opinione sull'argomento è che le SPAC troveranno sempre più spazio nelle iniziative di private equity. La ragione, secondo me, non deve essere ricercata in una manifesta superiorità del modello quanto nei margini di rendimento che questo tipo di società riescono a garantire ai promotori. Dico a garantire perché molto spesso le forme di remunerazione previste premiano i promotori semplicemente sulla base dell'attuazione dell'operazione rilevante e non solo, come dovrebbe essere, sull'effettivo successo del collocamento e delle performance del titolo.

Concludo dicendo che non è possibile fare una valutazione di merito sulle SPAC. Mi riferisco al fatto che è difficile soppesare benefici e costi di un'operazione che ha molti profili di incertezza. Certo è, in ogni caso, che il mercato valuta positivamente questo tipo di società e è disposto a pagare un alto prezzo per garantirsi le prestazioni dei promotori.

Bibliografia

- Carlotti, M., & Fumagalli, M. (2014). *Sviluppo delle SPAC in Italia*. Milano: EGEA.
- Disposizioni di attuazione per le società di investimento*. (2015, 08 31). Tratto da www.borsaitaliana.it:
http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/disposizioni3108senza_pdf.htm
- Documento di ammissione Green Italy 1 spa*. (2013, 12 20). Tratto da www.greenitaly1.it:
<http://www.greenitaly1.it/images/pdf/AIM-comunicazioni-preammissione/DocumentodiAmmissioneGreenItaly1SpA.pdf>
- Documento di ammissione alle negoziazioni di Made in Italy 1*. (2011, 05 31). Tratto da www.madeinitaly1.net:
http://www.madeinitaly1.net/App_Media/Documents/Documento_di_Ammissione%20Made%20in%20Italy%201%20S.p.A..pdf
- Documento di Ammissione IWB S.p.A.* (2015, 01 15). Tratto da www.italianwinebrands.it:
http://www.italianwinebrands.it/wp-content/uploads/2015/01/Documento-di-Ammissione-IWB-S.p.A_.pdf
- Documento informativo relativo alla fusione per incorporazione di Sesa Spa e ade in Italy 1*. (2012, 10 17). Tratto da www.sesa.it:
http://www.sesa.it/images/investor_relations_operazione_rilevante_mii1/documento-informativo.pdf
- IR Top: le quotazioni sul mercato AIM Italia nel 2015*. (2016, 01 07). Tratto da [Aimnews.it](http://aimnews.it):
<http://aimnews.it/ir-top-per-aim-italia/25417/le-quotazioni-sul-mercato-aim-italia-2015/>
- Procedura delle operazioni con parti correlate*. (2011, 05 20). Tratto da www.madeinitaly1.net: http://www.madeinitaly1.net/App_Media/Documents/Mil1%20-%20Procedura%20Parti%20Correlate.pdf
- Regolamento Emittenti*. (2016, 04 07). Tratto da www.borsaitaliana.it:
http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/aimitalia/emittenti4luglio2016_pdf.htm
- Regolamento operazioni con parti correlate*. (2010, 03 12). Tratto da www.consob.it:
<http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/normativa/reg17221.pdf>