

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED  
AZIENDALI “M.FANNO”

Corso di Laurea in Economia e Diritto

Tesi di Laurea Magistrale

# Special Purpose Acquisition Company: il contesto europeo

**Relatore:**

Ch.mo Professor. Alberto Lanzavecchia

**Candidata:** Romina Bunduchi

**Matricola:** 2003449

A.A. 2021/2022

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

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

Firma (signature) ..... *Rouina Panduchi* .....





# Sommario

“L’Europa si prepara a un mini-boom delle SPAC”<sup>1</sup>

“Le Borse europee prevedono un’impennata delle SPAC nel 2021, ma non su scala statunitense.”<sup>2</sup>

“Mentre il boom della SPAC negli Stati Uniti si raffredda, quello dell’Europa si sta riscaldando.”<sup>3</sup>

Le Special purpose acquisition companies (SPAC) sono società vuote che si quotano in Borsa attraverso un’IPO con l’obiettivo di raccogliere fondi per poi impiegarli, entro un determinato limite di tempo, nell’acquisizione di una società privata, la quale successivamente diventerà quotata.

Il fenomeno è nato negli Stati Uniti d’America più di una ventina di anni fa ma è letteralmente esploso durante le prime fasi della pandemia da Coronavirus quando le misure della Federal Reserve, atte a stimolare l’economia, hanno alimentato la propensione al rischio degli investitori.

Il fenomeno, almeno fino al 2021 che ha visto il record di quotazioni di questa tipologia di società, è stato in genere poco diffuso in Europa. Ad oggi, la SPAC è diventata una modalità alternativa, oltre alle classiche forme, di raccolta di capitali sul mercato.

---

<sup>1</sup>[www.morningstar.it/it/news](http://www.morningstar.it/it/news)

<sup>2</sup>[www.spglobal.com/marketintelligence/](http://www.spglobal.com/marketintelligence/)

<sup>3</sup>[www.pitchbook.com/news/articles](http://www.pitchbook.com/news/articles)

L'obiettivo di questa tesi è quello di contribuire alla letteratura, poco ampia, sulle SPACs europee analizzando il contesto legislativo per cogliere eventuali vantaggi o svantaggi rispetto agli Stati Uniti e in seguito valutarne l'impatto in un'ottica comparata con il mercato americano.

La struttura dell'elaborato è la seguente:

- nel primo capitolo verrà esaminato il contesto delle SPACs americane attraverso alcuni cenni storici, la peculiare struttura di questo veicolo con vantaggi e svantaggi ed infine le performances economiche;
- il secondo capitolo tratterà la normativa vigente in Italia, Paesi Bassi, Germania, Francia, Inghilterra e Lussemburgo per cercare di capire se vi sia qualche ostacolo normativo che abbia impedito lo sviluppo del fenomeno;
- nel terzo capitolo sarà svolto uno studio empirico sulle SPACs che si sono quotate in Europa dal 2016 al 2021 con l'obiettivo di individuare alcuni tratti salienti, valutare i rendimenti dei titoli e delle società post acquisizione.

# Indice

<b>Sommario</b>	III
<b>1 SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY</b>	<b>1</b>
1.1 INTRODUZIONE . . . . .	1
1.2 IL CICLO DI VITA DELLA SPAC . . . . .	3
1.2.1 Creazione . . . . .	4
1.2.2 IPO e struttura finanziaria . . . . .	6
1.2.3 Identificazione della target . . . . .	9
1.2.4 Acquisizione completata o liquidazione . . . . .	11
1.3 VANTAGGI . . . . .	12
1.3.1 Per gli investitori nel breve periodo . . . . .	12
1.3.2 PIPE . . . . .	15
1.3.3 Promotori . . . . .	17
1.4 SVANTAGGI . . . . .	19
1.4.1 Il conflitto d'interesse . . . . .	19
1.4.2 Diluizione . . . . .	23
1.4.3 Rendimenti per gli investitori nel lungo periodo . . . . .	26
1.4.4 La target . . . . .	30
1.5 COSTO SPAC E IPO . . . . .	33

<b>2</b>	<b>LE SPACs IN EUROPA</b>	<b>36</b>
2.1	INTRODUZIONE . . . . .	36
2.2	REGNO UNITO . . . . .	37
2.3	ITALIA . . . . .	43
2.4	PAESI BASSI . . . . .	50
2.5	FRANCIA . . . . .	54
2.6	GERMANIA . . . . .	58
2.7	LUSSEMBURGO . . . . .	63
2.8	LETTERATURA . . . . .	67
<b>3</b>	<b>ANALISI EMPIRICA DELLE SPACs EUROPEE</b>	<b>69</b>
3.1	INTRODUZIONE . . . . .	69
3.2	STATISTICHE DESCRITTIVE . . . . .	70
3.3	PERFORMANCE DEL TITOLO AL MOMENTO DELL'ANNUN- CIO DELLA BC . . . . .	81
3.4	PERFORMANCE DELL TITOLO NEL LUNGO PERIODO . . . . .	86
3.5	PERFORMANCE DELLE SOCIETA' TARGET . . . . .	89
<b>4</b>	<b>CONCLUSIONI</b>	<b>92</b>
	<b>Riferimenti bibliografici</b>	<b>94</b>



# Elenco delle figure

1.1	SPACs quotate negli Stati Uniti d’America . . . . .	3
1.2	Ciclo di vita di una SPAC . . . . .	4
1.3	Rendimenti dei promotori . . . . .	18
1.4	Media dei rendimenti dal 2010 al 2019 . . . . .	29
2.1	SPACs quotate in Europa a confronto con quelle USA . . . . .	36
3.1	Distribuzione SPACs per anno di quotazione . . . . .	71
3.2	Distribuzione SPACs per Paese . . . . .	72
3.3	Fondi raccolti in fase di IPO per Paese . . . . .	73
3.4	Settori delle società target . . . . .	75
3.5	Media dei rendimenti anomali del titolo al momento dell’annuncio per le SPACs quotate nei Paesi Bassi, Germania, Francia e Italia . . . . .	86

# Elenco delle tabelle

3.1	Raccolta media e mediana in fase di IPO per Paese espressa in milioni di dollari. . . . .	72
3.2	Stato delle SPACs incluse nel campione . . . . .	73
3.3	Giorni medi e mediani intercorsi tra IPO, annuncio, <i>business combination</i> e liquidazione delle SPACs. . . . .	74
3.4	Caratteristiche delle società target . . . . .	78
3.5	CAARs del titolo al momento dell'annuncio della <i>business combination</i> per le SPACs quotate nei Paesi Bassi, Germania, Italia e Francia . . . . .	84
3.6	CAARs del titolo al momento dell'annuncio della <i>business combination</i> per le SPACs quotate nel Regno Unito . . . . .	85
3.7	BHAR delle SPACs a 3, 6, 12, 18 e 24 mesi dalla <i>business combination</i> . . . . .	88
3.8	Performance economiche delle società target post de-SPAC . . . . .	91

# Capitolo 1

## SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY

### 1.1 INTRODUZIONE

La *Special purpose acquisition company* (SPAC) è una società costituita con l'obiettivo di raccogliere risorse finanziarie dagli investitori mediante la quotazione in Borsa. In seguito all'*Initial public offering* (IPO), la SPAC ha un determinato arco di tempo a disposizione, solitamente due anni, per individuare l'impresa target e realizzare la cosiddetta *business combination*<sup>1</sup>.

Più precisamente la U.S. Security Exchange Commission (SEC)<sup>2</sup> la definisce come: "*a company with no operations that offers securities for cash and places substantially all the offering proceeds into a trust or escrow account for future use in the acquisition of one or more private operating companies. Following its initial*

---

<sup>1</sup>International Financial Reporting Standards (IFRS) 3 definiscono il termine *business combination*: *is a transaction or other event in which an acquirer obtains control of one or more businesses*. In altre parole quando un'entità ottiene il controllo di una o più attività economiche.

<sup>2</sup>Ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, in Italia lo stesso ente è la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)

*public offering, or IPO, the SPAC will identify acquisition candidates and attempt to complete one or more business combination transactions after which the company will continue the operations of the acquired company or companies (“combined company”) as a public company”.*

Dunque, una società senza un'attività economica che offre i propri titoli in cambio di denaro il quale, viene depositato in un conto di garanzia <sup>3</sup> oppure in un conto fiduciario <sup>4</sup> con il fine di utilizzarlo successivamente per l'acquisizione di una società che esercita un'attività economica la quale, in seguito, diventerà pubblica.

Il fenomeno della SPAC è riconducibile alle "*blank check company*" cioè società che hanno come unico scopo la fusione con un obiettivo non identificato ed emettono penny stock, ovvero azioni di valore inferiore a 4,00 dollari per azione e con un valore di mercato della società inferiore a 5 milioni di dollari. Questa tipologia di società era già diffusa, negli Stati Uniti, negli anni Ottanta però la maggior parte perseguiva fini fraudolenti.[7] Per proteggere gli investitori venne introdotta la Rule 419 con il Penny Stock Reform Act del 1990, che imponeva alcune restrizioni alle *blank check company* quali ad esempio il deposito dei proventi nell'*escrow account*, tempistiche per la *business combination*, il divieto di circolazione delle azioni fino al momento del completamento dell'operazione, la produzione di maggiori informative e il diritto di recesso per gli azionisti. A causa di questa normativa più stringente il fenomeno delle *blank check company* subì un arresto ma al contempo favorì la nascita delle SPACs. Infatti, per non essere sottoposti alla Rule 419 era sufficiente superare i requisiti dimensionali ma i promotori per riguadagnare la fiducia degli investitori adottarono volontariamente la normativa prevista per le *blank check companies*. [35] La diffusione delle SPACs è stata altalenante (vedi

---

<sup>3</sup>Conto corrente in base al quale la restituzione dei fondi depositati è subordinato al verificarsi di determinati eventi

<sup>4</sup>Conto corrente dove i soldi depositati vengono gestiti dalla società finanziaria

figura 1.1), con un boom nel 2007 prima della crisi e una lenta ripresa dal 2010 in poi per raggiungere il picco più alto mai registrato nel 2021 con la quotazione di 613 SPACs.

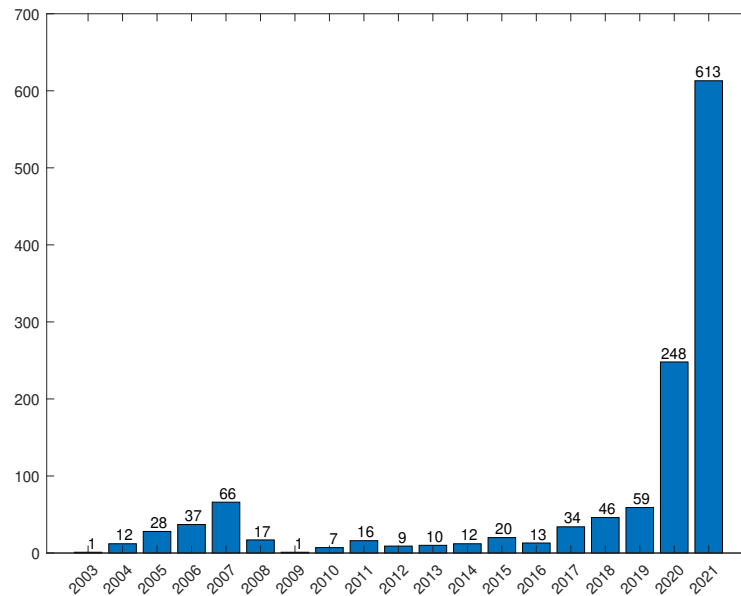


Figura 1.1: SPAC quotate negli Stati Uniti d’America.  
Fonte: elaborazione propria su dati Statista

## 1.2 IL CICLO DI VITA DELLA SPAC

La letteratura divide il ciclo di vita della SPAC in più periodi, seguendo Lewellen (2009)[28], Vulcanovic (2017) [38] Cumming (2014)[7] le fasi (vedi figura 1.2) delle SPACs sono le seguenti: creazione, IPO, identificazione della società target, acquisizione completata o liquidazione del veicolo.



Figura 1.2: Ciclo di vita di una SPAC.  
Fonte: elaborazione propria.

### 1.2.1 Creazione

La SPAC viene creata dai promotori (*sponsor*) che sono professionisti del settore finanziario, fondi di private equity o venture capital organizzati sotto forma di società a responsabilità limitata create appositamente.[25] Come per tutte le altre società quotate, anche la SPAC deve avere una propria struttura di governance infatti, il consiglio di amministrazione, nominato dai promotori, deve avere almeno 3 consiglieri indipendenti.<sup>5</sup> Alcune SPACs prevedono che il consiglio di amministrazione venga eletto dai soci solo dopo la *business combination* di

<sup>5</sup><https://www.spencerstuart.com>

conseguenza, gli amministratori vengono nominati solo ed esclusivamente dai promotori.[27]

I promotori e i direttori esecutivi stipulano un accordo chiamato "SPAC *agreement*" dove i secondi si impegnano a non effettuare la transazione senza il consenso dei promotori e a votare a favore della *business combination*. Insieme ai promotori si impegnano anche a rinunciare al diritto di riscatto delle azioni e ad ogni diritto sull'*escrow account*. I promotori in aggiunta dichiarano che procederanno alla liquidazione della SPAC nel caso in cui non venisse effettuata la transazione entro le tempistiche stabilite. L'accordo può anche contenere clausole di "lock-up" per i promotori che limitano i tempi e le modalità di vendita delle loro partecipazioni nella SPAC, i cui termini variano da caso a caso. Viene stabilito anche che né i promotori né i dirigenti riceveranno alcun compenso per l'avvio e la gestione della SPAC o per la ricerca e il completamento della transazione se non quello indicato nel prospetto di ammissione. Oltre a questo tipo di accordo, possono essercene anche altri ad esempio con gli investitori i quali, rinunciano a riscattare le proprie azioni in cambio di un corrispettivo (solitamente non vengono resi noti) oppure i "*forward purchase agreements*" con cui i promotori si impegnano ad apportare altre risorse nella fase di *business combination*.[6]

Nella fase di creazione vengono coinvolti anche i sottoscrittori (*underwriters*), tipicamente sono banche d'investimento, che assistono la SPAC durante la quotazione ricevendo un compenso che ammonta intorno al 5% e 5,5% dei fondi raccolti durante l'IPO.

Nella legislazione statunitense, la SPAC è formalmente costituita quando viene presentato il Modulo S-1 alla SEC con il quale, si annuncia l'intenzione di procedere a un'IPO. Nel modulo S-1 vengono descritte le esigenze di finanziamento della nuova società, la natura e la struttura dei titoli, l'accordo di sottoscrizione tra l'emittente e la banca d'investimento, l'organizzazione della società, il conflitto

di interessi tra i promotori della SPAC e i futuri investitori, i rischi connessi all'operazione. Inoltre, in questo modulo bisogna indicare l'*escrow account* in cui verranno depositati tutti i fondi raccolti durante l'IPO, al netto delle spese amministrative, e descrivere in dettaglio come verranno utilizzati i proventi nel caso in cui avvenga la *business combination* oppure nel caso in cui la SPAC venga liquidata. Appena prima della data dell'IPO, i sottoscrittori presentano il prospetto finale, Modulo 424-B che riporta tutte le eventuali modifiche avvenute dalla dichiarazione di registrazione iniziale.[38]

Nella fase di creazione i promotori acquistano azioni per un valore nominale di 25.000 dollari che, rappresenteranno il 20% delle azioni in circolazione in seguito all'IPO. Ad esempio se la SPAC ha intenzione di offrire 10 milioni di azioni al prezzo di 10 dollari per azione (valore IPO 100 milioni di dollari) i promotori compreranno 2,5 milioni di azioni che rappresentano il 20% delle 12,5 milioni di azioni in circolazione dopo l'IPO, per 25.000 dollari quindi a 0,1 dollaro per azione. Di conseguenza, in seguito alla quotazione i promotori avranno azioni per un valore di mercato di 25 milioni di dollari. Questa quota di azioni rappresenta la remunerazione dei promotori per l'impegno profuso nella creazione e nella ricerca della società target.[25]

### 1.2.2 IPO e struttura finanziaria

Durante l'IPO vengono collocate le "units" che sono formate da azioni ordinarie e warrants. Trascorsi 52 giorni dall'IPO le azioni e i warrants possono essere negoziati separatamente. Le azioni collocate sono di due tipi:

- Classe A: sono azioni ordinarie e comunemente costituiscono l'80% delle azioni in circolazione;
- Classe B o F: sono le azioni dei promotori e costituiscono il rimanente 20%. I promotori non hanno una soglia minima di investimento ma nella maggior parte



dei casi acquistano il 25% delle units pre-IPO per dimostrare il loro coinvolgimento. Le azioni di classe B vengono trasformate in azioni di classe A al momento della *business combination*. A differenza delle azioni di classe A, le azioni dei promotori non danno diritto a ricevere la liquidazione in denaro spettante in caso di liquidazione della SPAC a causa dell'impossibilità del conseguimento dell'oggetto sociale. Inoltre, sono generalmente soggette ad una clausola di *lock-up* fino al primo anno successivo alla *business combination*[25] di conseguenza i promotori non possono cedere le loro azioni tutelando così gli investitori.

I warrant sono strumenti finanziari che permettono di acquistare (*warrant call*) o vendere (*warrant put*) una determinata quantità di titoli a un prezzo predefinito (*strike price*) entro un determinato periodo e secondo un determinato rapporto di esercizio. Il rapporto di esercizio è determinato dal rapporto tra prezzo delle azioni meno il prezzo *strike* e il prezzo delle azioni. Il warrant può essere esercitato dopo 30 giorni dalla *business combination* ed entro un massimo di 5 anni dalla stessa. Questo strumento consente di diversificare il profilo del rendimento essendo negoziabile separatamente ed offre maggior privilegio ai sottoscrittori riguardo alle attese di apprezzamento delle azioni sottostanti rendendo così l'offerta più allettante in fase di collocamento.[14]

I warrant delle *units* che vengono offerte al pubblico (*market warrant*) sono solo frazioni di warrant invece i promotori acquistano un intero warrant. Solo l'intero warrant può essere esercitato. Negli USA il prezzo di esercizio (*strike price*) è generalmente superiore al 15% del prezzo dell'IPO quindi, se un'azione ha un prezzo di 10 dollari, il prezzo di esercizio è di 11,50 dollari. Per poter esercitare il *market warrant* e ottenere una quota delle azioni, l'investitore deve pagare il corrispettivo in contanti (*cash settled*) quindi, se il prezzo di mercato dell'azione è di 11,50 dollari e il prezzo d'esercizio è 9,50 dollari, l'investitore per ricevere un'azione che vale 11,50 dollari deve versare alla società 9,50 dollari. Il valore

intrinseco del warrant, in questo caso di 2 dollari, verrà recuperato dell'investitore al momento della cessione dell'azione.[14]

I warrant dei promotori, sono esercitabili nella modalità *cashless* ciò significa che il promotore non è tenuto al versamento di somme in denaro ma vengono emesse azioni con un valore equo di mercato uguale alla differenza tra il prezzo di negoziazione del titolo e il prezzo di esercizio del warrant. Ritornando all'esempio precedente il promotore riceverà 2 euro in "azioni della SPAC" (2/11,5) e con 6 warrant potrà ottenere un'azione.[14] Quando i *public warrant* diventano esercitabili e se le azioni sono quotate sopra un determinato prezzo (generalmente 18 dollari) per un determinato periodo di tempo, i *public warrant* possono essere "redeemable" cioè riacquistati dalla SPAC per un valore simbolico costringendo così i possessori a esercitare il diritto se non vogliono perdere il valore dello strumento. I warrants dei promotori non sono richiamabili dalla società.

La capitalizzazione di mercato minima, in base alla Borsa di riferimento (Nasdaq <sup>6</sup> o NYSE <sup>7</sup>) e al segmento, può variare da 50 milioni di dollari a 100 milioni di dollari e il prezzo di offerta per le *units* solitamente è di 10 dollari. Una volta completata la fase di IPO, almeno il 90% del capitale raccolto, al netto delle spese per l'*underwriter*, viene depositato presso un *trust o escrow account* indipendente e verrà utilizzato solo nel momento della *business combination*. In genere, circa il 5% del denaro raccolto viene utilizzato per pagare in anticipo le commissioni all'*underwriter*, le spese amministrative e legali, il costo degli uffici, le spese di registrazione dei titoli[26], nelle recenti SPACs si assiste però a un differimento del pagamento dei sottoscrittori. I fondi possono essere solamente investiti in titoli di stato americani a breve termine che sono privi di rischio, altri investimenti sono vietati perché in caso contrario la SPAC dovrebbe registrarsi come società

---

<sup>6</sup>Acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation.

<sup>7</sup>Acronimo di New York Stock Exchange

d'investimento. I fondi possono anche non essere investiti ed essere prontamente utilizzabili per la *business combination* o per il rimborso delle azioni.

### 1.2.3 Identificazione della target

L'identificazione della società target avviene solo in seguito all'IPO perché se qualora ci fosse già, bisognerebbe fornire ulteriori dettagli sulla società stessa, dunque, il processo diventerebbe più gravoso rendendo di fatto l'IPO della SPAC simile a un'IPO tradizionale.[27] Generalmente, durante la fase di creazione della SPAC, i promotori identificano almeno il settore di mercato, l'attività o la zona geografica della target ma questo ovviamente non è vincolante per le fasi successive. Comunemente la target viene individuata in base all'esperienza dei promotori.[28] La SPAC ha un tempo limitato per procedere all'identificazione dell'impresa target e realizzare la *business combination*, le Borse statunitensi concedono al massimo 3 anni per completare il processo anche se i promotori stabiliscono volontariamente un periodo inferiore ad esempio 18 o 24 mesi. Questa scadenza può essere prorogata per ulteriori 6 mesi nel caso in cui la target sia già stata annunciata e non si possa procedere a votazione per motivi giuridici.[38] L'annuncio dell'acquisizione viene dato attraverso il modulo 8-K.

Solitamente la target deve avere un valore di mercato che rappresenti l'80% dei fondi raccolti (al netto delle commissioni all'*underwriter*, imposte per gli interessi maturati) ed è possibile acquisire più società target anche se è poca diffusa come pratica.[32] Il valore è determinato dal consiglio di amministrazione sulla base di standard generalmente accettati ma in alcuni casi è prassi richiedere un parere ad una società terza indipendente. Copie di tale parere non vengono distribuite automaticamente agli azionisti ma possono essere fornite su richiesta.[16]

Una volta proposta la target agli azionisti, si procede alla votazione per l'approvazione perché l'acquisizione di una società o la fusione con una società

sono appunto considerate "cambiamenti societari fondamentali", in linea con la maggior parte dei codici di diritto societario degli Stati Uniti.[32] I promotori solitamente già prima dell'IPO si dichiarano favorevoli alla *business combination* dunque, se i promotori possiedono il 20% delle azioni per raggiungere la maggioranza è necessario solamente il voto favorevole del 30,5% degli altri azionisti.[27] Oltre alla maggioranza, per l'approvazione, viene richiesto anche che la percentuale degli azionisti che esercitano il diritto di riscatto delle azioni non superi un determinato limite. Questa soglia, che viene fissata dai promotori, si aggira intorno al 15%, 20%. Gli azionisti che sono dissenzienti e quindi, non votano a favore della *business combination*, hanno il diritto di riscatto, l'importo di liquidazione viene quantificato pro rata, di solito è di 10 dollari. Non vengono però rimborsati i warrant che rimangono in circolazione, indipendentemente che l'azione sia stata riscattata o meno, fino a quando non verranno esercitati o cancellati.

Vista la possibilità di recesso da parte degli azionisti e dovendoli rimborsare, la SPAC è costretta a trovare nuovi mezzi per finanziare l'acquisizione. La modalità di raccolta di capitale che viene utilizzata con più frequenza è il PIPE<sup>8</sup> (Private Investment in Public Equity). In questa fase essendoci anche il rischio che la SPAC non riesca a completare l'operazione entro le scadenze e che debba restituire i fondi agli azionisti, i PIPE esercitano un forte potere contrattuale[32] ma allo stesso tempo sono già a conoscenza della società target quindi, per loro rappresenta una grande opportunità[13].

Se la SPAC non riesce ad identificare la target entro il tempo prestabilito deve procedere alla liquidazione rimborsando tutti gli azionisti.

---

<sup>8</sup>Modalità di finanziamento attraverso la quale l'emittente vende grossi quantitativi di azioni privatamente a un investitore istituzionale. Le azioni vengono vendute a un prezzo inferiore alla loro quotazione.

## 1.2.4 Acquisizione completata o liquidazione

La *business combination* può assumere diverse forme ad esempio una fusione, uno scambio di partecipazioni, un'acquisizione di attività o di azioni o altre aggregazioni aziendali simili. L'aggregazione può riguardare una o più attività operative, portafogli di attività finanziarie o immobiliari.[16] Ci possono essere anche casi in cui la SPAC acquista una quota di minoranza della target poi successivamente si fonde con essa e la quota della SPAC rappresenta il flottante della target che è diventata quotata. I soggetti che controllavano la target prima, anche successivamente alla fusione continueranno a farlo. Vi può essere un ulteriore caso cioè che la SPAC rimanga solamente una holding di partecipazioni.[14]

L'operazione di *business combination* della SPAC non deve essere confusa con le *Reverse Merger* dove è una società privata che incorpora una società senza attività economica, (*shell company*), quotata. Infatti, la SEC definisce le *reverse merger* "an existing public "shell company"<sup>9</sup>, which is a public reporting company with few or no operations, acquires a private operating company—usually one that is seeking access to funding in the U.S. capital markets. Typically, the shareholders of the private operating company exchange their shares for a large majority of the shares of the public company. Although the public shell company survives the merger, the private operating company's shareholders gain a controlling interest in the voting power and outstanding shares of stock of the public shell company. Also typically, the private operating company's management takes over the board of directors and management of the public shell company. The assets and business operations of the post merger surviving public company are primarily, if not solely, those of the

---

<sup>9</sup>Definita nel Securities Act Rule 405 e Exchange Act Rule 12b-2 "as a registrant, other than an asset-backed issuer, that has: (1) no or nominal operations; and (2) either: (i) no or nominal assets; (ii) assets consisting solely of cash and cash equivalents; or (iii) assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets dunque, priva di attività economica e di assets se non solo cassa.

*former private operating company*"<sup>10</sup>. La differenza principale risiede nel fatto che la *cash shell* è una società priva di assets invece la SPAC deve avere un capitale minimo di 5 milioni di dollari. Se l'acquisizione viene completata con successo la società target diventa una società quotata in Borsa. Il processo di acquisizione è anche conosciuto con il nome di de-SPAC *transaction*. Se la *business combination* non viene effettuata, gli azionisti pubblici vengono rimborsati pro-rata in base alle disponibilità nell'*escrow account*, le azioni dei promotori e i warrant perdono il loro valore. Infatti, il capitale apportato dai promotori viene chiamato "*capital at risk*".

## 1.3 VANTAGGI

Le SPAC sono interessanti sotto diversi punti di vista un po' per tutti gli attori coinvolti. Quelli che ne traggono più beneficio sono soprattutto i promotori, i PIPE e parzialmente anche gli investitori e la società target. Questo fenomeno è comunque in continua evoluzione, anche per ragioni normative, tant'è che alcuni studiosi dividono le SPACs in generazioni. Riemer (2007)[35] considera le SPACs quotate dal 1990 al 2002 di prima generazione, dal 2003 al 2008 la seconda, di conseguenza attualmente stiamo attraversando la terza generazione di SPAC. La letteratura non è molto ampia visto anche che si presenta ad ondate (vedi figura 11.1) ma in questa sede cercherò di cogliere i punti salienti degli studi più importanti.

### 1.3.1 Per gli investitori nel breve periodo

Per gli investitori innanzitutto, l'IPO di una SPAC rappresenta l'opportunità di investire in una società dove i promotori sono professionisti esperti che sono

---

<sup>10</sup>SEC, Investor Bulletin; Reverse Mergers, Investor Assistance (800) 732-0330, 1

incentivati ad effettuare un'acquisizione interessante. Le *units* che si acquistano, composte da azioni e *warrant*, permettono una diversificazione del rischio ma anche diverse possibilità operative in quanto gli investitori possono tenere le loro quote fino all'annuncio dell'acquisizione e poi decidere, sulla base delle informazioni finanziarie dettagliate presentate, se l'acquisizione sia un'operazione interessante oppure no. Se sono favorevoli all'acquisizione, possono semplicemente continuare a detenere i loro titoli dopo la *business combination*. Se, invece, non sono più interessati possono vendere i loro titoli sul mercato aperto oppure esercitare il diritto di riscatto e ottenere il rimborso pro quota. Ovviamente la scelta dell'operazione dipende anche dalle quotazioni del titolo perchè se il prezzo delle quote sale dopo l'IPO, gli azionisti sono in genere meno propensi a scegliere di farsi rimborsare. Essendo le azioni e i warrant negoziabili separatamente un investitore può anche decidere di vendere le azioni ma tenere i warrant o viceversa.

Gahng (2022)[15] divide la vita delle SPACs in due periodi: SPAC e de-SPAC che in altre parole identificano il pre e il post *business combination*. Egli trova che gli investitori, delle SPACs che hanno concluso la transazione e che hanno adottato la “*optimal redemption strategy*”<sup>11</sup>, nel periodo “SPAC”, hanno avuto in media un rendimento annualizzato del 33,2%. Anche le SPACs liquidate hanno prodotto rendimenti positivi, 2%, perchè i fondi raccolti durante l'IPO e depositati nell'*escrow account* vengono investiti e le spese iniziali del sottoscrittore sono saldate dai promotori attraverso l'acquisto di warrant. Considerando il campione intero (SPACs che hanno completato la *business combination*, SPACs liquidate e SPACs ancora in fase di ricerca) il rendimento medio annualizzato è del 23,9%. Il campione analizzato da Gahng (2002)[15] è composto da 458 SPAC quotate dal

---

<sup>11</sup>L'investitore acquista un'azione della SPAC al prezzo di offerta e la vende (o riscatta, se il valore di rimborso è superiore al prezzo di mercato) al prezzo di chiusura dei cinque giorni di negoziazione precedenti la realizzazione della transazione o della liquidazione.

2010 al 2020, se si guarda il rendimento anno per anno si osserva un trend crescente passando dall'1,4% nel 2010 (osservazioni 2) al 30,7% del 2020 (osservazioni 248) con picchi di crescita in doppia cifra nel 2013, 2016 e nell'ultimo triennio.

Le SPACs più grandi offrono rendimenti leggermente superiori, tanto è vero che il loro rendimento medio annualizzato ponderato per i proventi dell'IPO, pari al 27,1%, è superiore al rendimento dell'intero campione, pari al 23,9%. Le azioni delle SPACs rendono molto di più rispetto ai Buoni del Tesoro perché oltre al fatto che il rischio di *default* del soggetto è nullo, esse contengono anche un warrant per l'acquisto di una frazione di azione aggiuntiva, che offre un potenziale di rialzo ancora maggiore. Questo è uno dei motivi per cui molti Hedge fund sono interessati alle SPAC.

Ulteriore letteratura studia i CAR<sup>12</sup> tra cui:

- Kiesel (2022)[23]: nella finestra [-1,+3] dall'annuncio della *business combination* su un campione di 365 SPACs il CAR medio è di 6,44% (mediana 1,45%), le SPACs che poi hanno effettivamente completato l'acquisizione hanno registrato un CAR medio di 7,41%, le SPACs liquidate invece solo 1,03%.
- Dimitrova (2017)[9]: il CAR medio in una finestra di 3 giorni intorno alla data dell'annuncio dell'acquisizione è dell'1% (campione di 118 SPAC), le società che hanno poi concluso la transazione hanno registrato un CAR medio dell'1,5%.
- Lakicevic (2012)[26]: i rendimenti anomali delle azioni ordinarie delle SPACs nel giorno dell'annuncio è dello 0,85%. Nel secondo giorno successivo è del 1,27% successivamente fino a 7 giorni i rendimenti diminuiscono e con loro anche la significatività statistica.

I CAR modesti sono spiegati dal fatto che gli azionisti possono decidere di

---

<sup>12</sup> Acronimo di Cumulative abnormal return, è la somma delle differenze tra il rendimento atteso di un titolo e il rendimento effettivo, spesso utilizzato per valutare l'impatto delle notizie sulla quotazione di un titolo. <https://www.nasdaq.com>



riscattare le proprie azioni indipendentemente dal risultato finale della transazione di conseguenza non c'è un incentivo al rialzo del prezzo.[26]

Analizzando però le *units*, il CAR ha un andamento inverso rispetto alle azioni questo significa che i CAR (giorno dell'annuncio 2,42%, secondo giorno 4,56%) sono trainati in realtà dalle performance dei warrant.[26] I warrant registrano CAR più elevati perché se le azioni aumentassero di valore, gli investitori potrebbero esercitare i loro warrant ottenendo così altre azioni per un corrispettivo inferiore. Grazie a questa struttura, è possibile acquisire una quota maggiore delle azioni della società target rispetto a un'IPO dove si può verificare un eccesso di domanda. A questo vantaggio però sono correlati i rischi di diluizione e il rischio che la società decida di richiamare i warrant annullandone il valore.

Possono investire nelle SPACs anche gli “investitori *retail*” cioè persone fisiche che effettuano operazioni di controvalore relativamente contenuto che di norma non hanno accesso alle IPO tradizionali a differenza degli investitori istituzionali.<sup>13</sup>

Alcuni di questi investitori, investono perché attratti dalle pubblicità di personaggi famosi oppure perché ripongono completamente la loro fiducia nel promotore, senza conoscere tutta la struttura dell'operazione. Un errore in cui si potrebbe incappare è quello di acquistare azioni sul mercato aperto a 11 dollari, quando l'offerta iniziale della *units* era di 10 dollari, e pensare che in caso di riscatto si riceva 11 dollari quando in realtà si riceve solo la quota proporzionale dell'*escrow account* che non è collegato alle fluttuazioni del prezzo del titolo.

### 1.3.2 PIPE

Una delle motivazioni che portano una società operativa a quotarsi in Borsa è la raccolta di capitali. Nel caso di una *business combination* con la SPAC, la società

---

<sup>13</sup><https://www.cbinsights.com/research/SPAC-pros-cons/>

operativa riceve i fondi contenuti nell'*escrow account* a meno che non emetta nuove azioni. Le *business combination* con le SPACs richiedono quasi sempre una liquidità minima che la SPAC deve elargire alla società target. Siccome la liquidità contenuta nell'*escrow account* è soggetta a variazioni a causa del diritto di riscatto degli azionisti, le SPACs per ricapitalizzarsi fanno ricorso ai PIPE. Si stima che nelle acquisizioni avvenute nel 2019-2020 il 64% delle SPACs ha fatto ricorso a questa tipologia di investitori.

I PIPE oltre a fornire capitale, rappresentano anche una sorta di garanzia per gli investitori, in quanto, con la loro presenza è come se avallassero la bontà dell'operazione riducendo la probabilità di riscatto delle azioni.

Questi fondi solitamente acquistano o azioni oppure obbligazioni convertibili in azioni, queste ultime però non essendo quotate è difficile calcolarne il rendimento. L'acquisto di azioni avviene a un prezzo inferiore di mercato o di offerta iniziale infatti, dalla ricerca condotta da Gahng (2022)[15] lo sconto ammonta al 20% sul prezzo di quotazione del titolo alla data di completamento della *business combination*.

Il rendimento medio a un anno dalla de-SPAC per i PIPE è del 9,3%<sup>14</sup> dunque, decisamente non modesto per di più è destinato ad aumentare nel caso in cui il rapporto tra fondi PIPE e proventi IPO sia elevato arrivando al 32,4%. Le SPACs con un rapporto basso hanno prodotto rendimenti a un anno negativi.[15]

Klausner (2022)[25], nel suo campione, rileva che i PIPE hanno avuto un ritorno del 72% registrando però l'8% in meno rispetto all'indice Nasdaq.

Sul rendimento incide anche il tasso di riscatto difatti, il rendimento medio a un anno dalla de-SPAC è del 15,5% per le operazioni con un basso tasso di riscatto, superiore a quello del 2,9% registrato dalle operazioni con un elevato tasso di

---

<sup>14</sup>Campione di 105 SPAC

riscatto.[15] Le mediane però di tutti i rendimenti a un anno sono negative mentre appunto come sopra riportato le medie sono positive, questo fa dedurre che in realtà, i ritorni per i PIPE siano negativi però ci sono alcuni casi in cui il loro guadagno è stato talmente tanto elevato che hanno spostato la media da un valore negativo a uno positivo.

### 1.3.3 Promotori

Dal punto di vista dei promotori, la SPAC permette di finanziare grandi acquisizioni e ottenere ritorni notevoli a fronte di un investimento di 25.000 dollari. Oltre al vantaggio economico, i promotori accrescono anche la loro reputazione ottenendo maggiore visibilità sul mercato. Il boom delle SPACs, soprattutto negli ultimi anni, è spiegato anche dagli importanti guadagni che hanno i promotori. Klausner (2022)[25] analizza il ritorno dei promotori<sup>15</sup> un anno dalla *business combination* rapportando il valore delle azioni e dei warrant dei promotori post de-SPAC alla somma del capitale apportato dal promotore nella fase di IPO e nella fase della *business combination*.

Il rendimento a un anno (vedi figura 1.3) in media ammonta al 549% (mediana 257%) pari a oltre 100 milioni di dollari. Il ritorno più elevato ammonta a 500 milioni di dollari pari al 5000%. Aggiustati per l'indice Nasdaq, la media dei rendimenti è di 66 milioni di dollari. Sono veramente poche le SPACs che hanno registrato ritorni negativi per i promotori. I risultati sono positivi anche quando quelli degli investitori sono piuttosto scarsi. Ad esempio, anche tra le SPACs che hanno sottoperformato rispetto al Nasdaq di almeno il 30% nei rendimenti post de-SPAC, i promotori hanno realizzato in media 5 milioni di dollari di profitti

---

<sup>15</sup>SPAC che hanno concluso la *business combination* nel 2019 e 2020

(rettificati rispetto al Nasdaq) e il 187% di rendimento in eccesso sui loro investimenti.

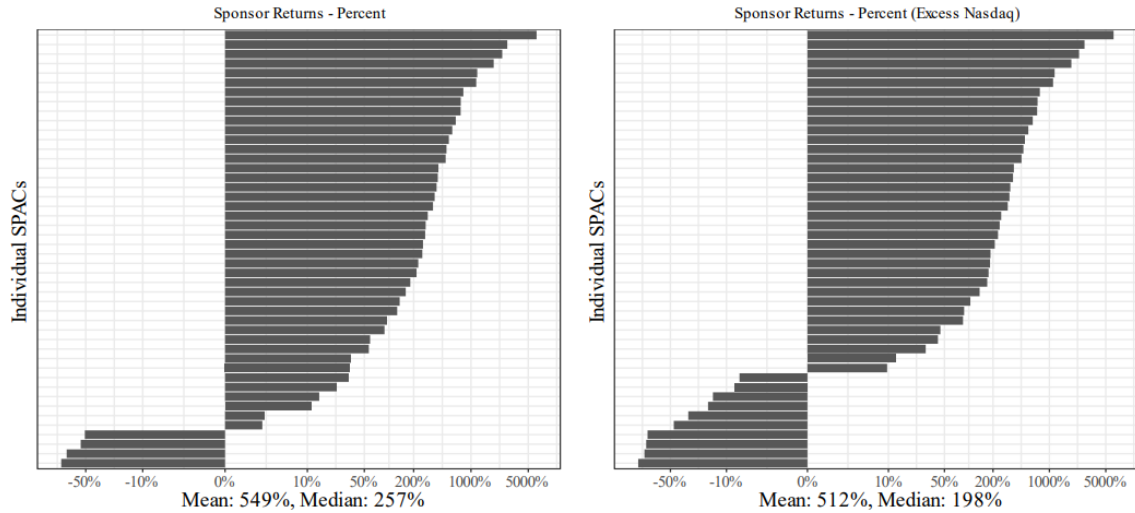


Figura 1.3: Rendimenti dei promotori  
 Fonte: A Sober look at SPACs - Klausner (2022)[25]

Anche Gahng (2022)[15] studia il ritorno degli investitori, in due periodi: al momento della *business combination* e un anno dopo. I "*Dollar Gains*" rappresentano il valore di mercato delle azioni dei promotori e i relativi warrant meno il capitale di rischio dei promotori. Il ritorno totale a un anno è la percentuale di crescita del capitale di rischio del promotore a un anno dalla *business combination*, in altre parole il rapporto tra *Dollar Gains* e il capitale di rischio. Il ritorno annualizzato fa riferimento al periodo dall'IPO fino a un anno dopo la *business combination*.

I Dollar Gains alla chiusura dell'operazione, in media, è di 72-82 milioni di dollari (mediana 40-50 milioni di dollari), dopo un anno in media sono di 51-62 milioni di dollari. Il rendimento totale a un anno dalla *business combination* è compreso tra 615% e 744% mentre quello annualizzato tra il 112% e il 133%. Se la percentuale di riscatto degli azionisti è bassa le percentuali di guadagno aumentano, il ritorno annualizzato a un anno dalla *business combination* è tra il 183% e il 216%.

## 1.4 SVANTAGGI

### 1.4.1 Il conflitto d'interesse

Ai vantaggi sopra elencati vi sono anche alcuni svantaggi tra cui il più rilevante è il conflitto d'interesse. La SPAC per la sua struttura genera diversi conflitti d'interesse. Il primo riguarda i promotori infatti, essendo alto il loro *pay-off* nel caso in cui l'acquisizione vada a buon fine, alto è anche l'incentivo a voler concludere l'operazione a qualsiasi costo anche acquisendo società non performanti pur di non liquidare la SPAC. I promotori hanno anche l'interesse a dissuadere gli azionisti dal riscattare le proprie azioni perchè se l'*escrow account* diminuisse consistentemente, risultando inferiore al minimo richiesto dall'accordo di acquisizione, la società target potrebbe rescindere l'accordo, dunque, si procederebbe alla liquidazione della SPAC a meno che non trovi un'altra opportunità prima che scada il tempo a disposizione.[25]

Il conflitto d'interesse può sorgere anche quando il promotore è promotore contemporaneamente di più SPAC oppure quando la target è una società a lui affiliata oppure affiliata al consiglio d'amministrazione. I promotori e il consiglio di amministrazione possono lavorare anche per altre società il che può influire sulla capacità di tali persone di dedicare tempo e attenzione adeguate alla SPAC. Si è in presenza di un conflitto d'interesse anche quando i promotori nominano persone con cui hanno forti legami finanziari per il ruolo di amministratori. Questi conflitti sorgono a causa della modalità di remunerazione del consiglio di amministrazione e dall'alto *pay-out* dei promotori se l'acquisizione venisse completata.

Dall'analisi di 248 documenti di SPAC quotate in Borsa nel 2020 condotta da Fortney (2021)[13], un amministratore di una SPAC riceve in media 40.000 azioni di classe B (mediana 30.000) che, considerando il prezzo di un'azione di 10 dollari, equivale a 400.000 dollari (mediana 300.000 dollari). Quando l'*escrow account* ha

un importo elevato, anche la remunerazione aumenta ad esempio per un *escrow account* con oltre 400 milioni di dollari la media delle azioni assegnate all'amministratore è di 47,6 mila. Per 75 SPAC non sono stati rilevati i dati quanto gli amministratori detenevano le quote della società controllante della SPAC. Alcuni veicoli inoltre, attribuiscono un numero di azioni diverso a ogni amministratore in base all'esperienza pregressa oppure al ruolo nel consiglio d'amministrazione. Considerando le caratteristiche delle azioni di classe B cioè, non sono riscattabili e perdono il loro valore se non viene effettuata la transazione, l'interesse degli amministratori è allineato a quello dei promotori e non a quello degli azionisti pubblici. Di conseguenza, i dirigenti sono incentivati a perseguire l'acquisizione anche a scapito degli investitori.

La remunerazione degli amministratori delle SPACs differisce rispetto a quella degli amministratori delle altre società quotate che vengono pagati con un mix tra azioni e contanti e non al verificarsi di un determinato evento. Fortney (2021)[13] sostiene che nel 2019 gli amministratori di una società dell'indice S&P500<sup>16</sup> hanno ricevuto in media 290 mila dollari di compenso quindi, il 75% del compenso medio di un amministratore di una SPAC, nonostante gestiscano società con un valore maggiore (capitalizzazione di mercato contro fondi nell'*escrow account*) e con un'operatività diversa. Probabilmente questa differenza salariale può essere spiegata con la ricerca condotta da Blomkvist (2021)[3] il quale indaga le caratteristiche del CEO<sup>17</sup>. Analizzando un campione di 298 SPACs quotate nel periodo 2003-2018, il 24,5% ha un titolo di dottorato, 42,6% un MBA, il 33,9% ha studiato in un'università dell'Ivy League<sup>18</sup> e il 57% proviene da banche

---

<sup>16</sup>Indice che raccoglie le 500 imprese statunitensi rappresentative dell'80% circa della capitalizzazione di mercato

<sup>17</sup>Acronimo di Chief Executive Officer ovvero l'amministratore delegato

<sup>18</sup>Raggruppa le otto università più prestigiose degli Stati Uniti d'America

d'investimento, private equity oppure venture capital. Queste percentuali sono maggiori rispetto a quelle dei CEO di altre società pubbliche il che potrebbe appunto spiegare la differenza di retribuzione tra le due figure anche se in questa sede il punto cruciale non è il *quantum* ma la modalità di pagamento.

Per ridurre invece il conflitto d'interesse tra promotori e investitori, dal 2015 al 2020 il 31% delle SPACs ha previsto una clausola di *earnout* per i promotori.[15] Klausner (2022)[24] esaminando tutte le SPACs che hanno completato la transazione tra il 2010 e il luglio 2016 ha riscontrato che 15 delle 35 SPACs (43%) hanno avuto una clausola di *earnout*. La media rimane pressochè uguale anche per le SPACs fuse nel primo semestre 2021, 33%, e la clausola riguardava in media il 41% (mediana 30%) delle azioni di classe B dei promotori.

Questa clausola solitamente prevede che il 30-40% delle azioni di classe B vengano annullate se il prezzo delle azioni della società post *business combination* non raggiungesse un determinato valore per tutto il periodo della clausola (di solito 5 anni). Ad esempio, un promotore potrebbe ricevere un totale di 10 milioni di azioni di classe B, di cui 6 milioni concessi a titolo definitivo, 2 milioni concessi se il prezzo delle azioni raggiunge 12,50 dollari entro 5 anni dalla fusione della SPAC e 2 milioni concessi se il prezzo delle azioni raggiunge 15 dollari entro 5 anni. A primo impatto sembra che questa clausola possa veramente allineare gli interessi dei promotori a quelli degli azionisti ma in realtà queste clausole vengono stabilite al momento della negoziazione della target quando in realtà sarebbero più efficaci se inserite in fase di IPO. Il problema del conflitto di interesse non sorge nel momento della scelta tra un'acquisizione buona o una meno buona ma bensì nel momento di decisione tra un'acquisizione o una liquidazione, perché a prescindere che l'acquisizione sia buona o meno buona il guadagno dei promotori è comunque elevato. Il disallineamento, dunque, è tra la liquidazione e l'acquisizione e la clausola di *earnout* così formulata non ha nessun impatto su questa decisione.

Fortney (2021)[13] sostiene che nei prossimi due anni è probabile che si verifichino controversie legali legate alla remunerazione degli amministratori della SPAC a causa del conflitto d'interesse sebbene poi ogni situazione vada valutata singolarmente. Klausner (2022)[25] infatti argomenta dichiarando che gli azionisti pubblici danneggiati dalla transazione, perché mal informati o scarsamente informati, potrebbero intentare un'azione collettiva contro il promotore e il consiglio di amministrazione per violazione del dovere di lealtà e di trasparenza. La loro motivazione sarà che non sono stati sufficientemente informati relativamente alla fusione proposta e di conseguenza non hanno potuto esercitare efficacemente il diritto di riscatto per evitare di partecipare all'operazione.

Per evitare il conflitto d'interesse, Klausner (2022)[25] propone che i promotori nominino amministratori veramente indipendenti e di retribuirli in modo tale da allineare i loro interessi a quelli degli azionisti pubblici. Una modalità potrebbe essere quella di pagarli in contanti oppure concedere a loro azioni di classe A quindi, quelle detenute dagli azionisti pubblici, con un versamento da parte del promotore nell'*escrow account* per coprire tali azioni in caso di liquidazione.

Fortney (2021) [13] propone, innanzitutto, di evitare che un amministratore ricopra lo stesso ruolo in più SPAC e di retribuirli attraverso i Sponsor Warrant anziché con le azioni di classe B anche se si creerebbe comunque un incentivo a terminare la transazione. Questo incentivo però sarebbe meno marcato perché gli amministratori avrebbero interesse a far crescere il valore delle azioni cosicché da ottenere benefici dall'esercizio dei warrant. Se il prezzo delle azioni si dimezzasse, il valore dell'opzione dei warrant si ridurrebbe ancora di più. Dall'altro lato però privare in qualsiasi misura i promotori dei warrant implica un pay-off minore per gli stessi e di conseguenza potrebbe alimentare l'incentivo a concludere la transazione.

Per allineare gli interessi degli azionisti con quello dei promotori Klausner



(2022)[24] afferma che non basta una clausola di *earnout*, l'azionista deve essere maggiormente incentivato a non proporre una cattiva transazione. Egli propone che questa clausola sia inserita al momento dell'IPO e che al momento della *business combination* il promotore compri nuove azioni a un prezzo almeno pari al prezzo di riscatto delle azioni. La struttura ideale per eliminare il conflitto dovrebbe essere la seguente: il promotore dovrebbe impegnarsi, nel momento della *business combination*, ad acquistare ulteriori azioni del valore di 10 dollari e dovrebbe esserci la clausola che Klausner (2022)[24] definisce “*perfect earnout*” che preveda la cancellazione di tutte le azioni del promotore nel caso in cui il valore delle azioni post de-SPAC sia inferiore a 10 dollari. In una struttura del genere il promotore preferirebbe la liquidazione della SPAC piuttosto che una transazione sfavorevole per gli azionisti.

## 1.4.2 Diluizione

Una delle problematiche insite nella struttura della SPAC è la diluizione che può impattare fortemente gli azionisti che non riscattano le loro azioni. Molti hanno affermato che la complessità informativa delle transazioni rende difficile per gli investitori comprendere l'impatto diluitivo delle azioni dei promotori, dei PIPE e della remunerazione dell'*underwriter*. I tassi di rimborso medi e mediani, per le azioni riscattate riferibili alle *business combination* avvenute tra 2019 e il 2020, sono rispettivamente del 58% e del 73%. Un quarto di queste SPAC ha registrato riscatti superiori al 95%. Questo ha condotto il 77% delle SPACs a rivolgersi a investitori terzi (83%), ai promotori (61%) oppure entrambi (41%) per reperire nuova liquidità.[25] Nel campione analizzato da Gahng (2022)[15] il tasso medio di azioni riscattate ammontava al 37% e in media l'80% aveva avuto la necessità di raccogliere nuovo capitale.

Klausner (2022)[25] studia anche il comportamento degli azionisti che non hanno

riscattato le loro azioni in seguito all'approvazione della *business combination*. Egli, con il termine “tasso di disinvestimento” intende sia gli azionisti che vendono le loro azioni ma anche quelli che le riscattano. I tassi medi e mediani di disinvestimento delle SPAC nel 2019 sono rispettivamente del 90% e del 98%. Per la “SPAC Mafia”<sup>19</sup>, i tassi di disinvestimento sono ancora più elevati, con tassi medi e mediani di disinvestimento rispettivamente del 97% e del 100%. Anche nei casi in cui i riscatti sono piuttosto bassi, i tassi di disinvestimento indicano che pochissimi azionisti mantengono le loro azioni fino al completamento della de-SPAC. Ad esempio, tra le SPAC che hanno registrato riscatti pari o inferiori al 30%, il tasso medio di disinvestimento era comunque dell'85%.

In base a queste statistiche viene da pensare che gli investitori un po' ci specolino sulle SPACs cioè acquistano azioni, i fondi vengono depositati nell'*escrow account* dove maturano degli interessi, il prezzo delle azioni non oscilla dunque l'investimento è privo di rischio. Al primo momento in cui il prezzo si alza magari dovuto all'annuncio della *business combination*, questi vendono e nel caso peggiore eventualmente riscattano le azioni.

Avendo trovando un alto numero di azionisti che procedono al riscatto delle proprie azioni, Klausner (2022)[25] studia il costo della diluizione che si riversa successivamente sulla liquidità netta per azione che viene poi infusa nella società target. Questi costi sono ascrivibili alle azioni dei promotori, alle commissioni di sottoscrizione e ai warrant e diritti della SPAC. Queste fonti di diluizione sono già presenti al momento dell'IPO di una SPAC e sono in gran parte fisse, ma i rimborsi in seguito al diritto di riscatto, aumentano il loro impatto sulle azioni rimanenti. Nelle de-SPAC del 2019-2020, la media e la mediana della liquidità netta per azione al momento della *business combination* era di 4,10 e 5,70 dollari a

---

<sup>19</sup>Con questo termine vengono definiti gli Hedge Fund cioè fondi comuni di investimento speculativi privati

fronte di una I offerta inizialmente a 10 dollari.

Le azioni dei promotori rappresentano una fonte di diluizione perché essi con un capitale di solo 25.000 dollari detengono il 20% della SPAC post IPO e infondono nuova finanza attraverso l'acquisto di warrant. Questa nuova finanza però viene utilizzata per saldare parte delle spese di sottoscrizione e per le spese ordinarie di ricerca della società target. Di conseguenza immediatamente dopo l'IPO, la liquidità per azione ammonta 8 dollari. Se il 50% degli azionisti pubblici riscattasse le proprie azioni, le azioni dei promotori che inizialmente erano il 20% incrementerebbero al 33% nel momento della *business combination*. In alcune SPAC i promotori per far fronte a questa problematica decidono di rinunciare ad alcune azioni (53% Gahng (2002)) pur di portare a termine l'acquisizione. In media, comunque i promotori, prima della de-SPAC (al netto dei rimborsi), detengono il 31% (mediana 24%) delle azioni della SPAC questo significa una perdita di liquidità per azione in media di 3,10 dollari. La percentuale media della quota dei promotori equivale a 58 milioni di dollari che rappresenta la liquidità di cui viene privata la società target.

Le spese del sottoscrittore solitamente ammontano al 5% o 5,5% dei fondi raccolti in fase di IPO e sono inferiori rispetto alle spese di una tradizionale IPO. Di questo 5%, circa il 3,5% è differito al momento del completamento della transazione. Per quanto il 5,5% possa essere un valore accettabile, queste spese poi non vengono aggiustate per il valore creato nella fase di de-SPAC e per le azioni riscattate. Per esempio, se il 50% delle azioni venisse riscattato, le spese dovute al sottoscrittore diventerebbero 11,5% andando così a diminuire anche la liquidità destinata alla società target. Secondo Gahng (2022)[15] solo il 7% dei sottoscrittori ha aggiustato la percentuale delle commissioni in base al valore della de-SPAC. In alcuni casi i sottoscrittori addebitano ulteriori costi ad esempio per la consulenza nella raccolta di capitale PIPE oppure per il ruolo di financial advisor. Nel campione del

2019-2020 la percentuale delle spese del sottoscrittore, calcolata sulla base delle azioni non riscattate, ha raggiunto il valore mediano del 16,3%, maggiore rispetto a un'IPO tradizionale.

Altra e ultima di causa di diluizione, sono i warrant e i diritti che hanno l'obiettivo di attirare gli investitori durante l'IPO. Anche in questo caso il costo è legato ai diritti di riscatto perché mentre il numero di azioni in circolazione diminuisce, il numero di warrant rimane invariato. In media con un warrant si acquistano 0,63 azioni (mediana 0,5) e il costo a questo collegato è pari in media al 14% (mediana 7%).

Il problema della diluizione, come sopra riportato, è che diminuisce il valore delle azioni e più azioni vengono riscattate più il problema viene accentuato svantaggiando gli azionisti che non riscattano le loro azioni e la società post *business combination*. Il costo complessivo delle tre variabili in media arriva al 58% (mediana 43%) che diminuisce la liquidità per azione a 4,10 dollari. Si osserva anche che le SPACs con promotori di qualità hanno costi minori (media del 40%) rispetto a quelle con promotori di "qualità inferiore" (media del 77%) dovuto al fatto che riescono ad attirare più capitali dai PIPE.

Oltre alla liquidità minore che riceve la target anche il rendimento del titolo è influenzato dal diritto di riscatto. Secondo Gahng (2022)[15] una transazione con una percentuale di riscatti del 5% avrà un rendimento a una anno dalla *business combination* migliore del 32% rispetto alle transazioni che hanno una percentuale di riscatto del 95%.

### 1.4.3 Rendimenti per gli investitori nel lungo periodo

Gahng (2022)[15] analizza i rendimenti del periodo de-SPAC ipotizzando che l'investitore acquisti le azioni della nuova entità il primo giorno di quotazione della

stessa e adottati una strategia buy and hold<sup>20</sup> quindi l'investitore compra le azioni il primo giorno di quotazione della nuova società e le tiene per uno o 3 anni oppure fino alla data del delisting. Come benchmark, viene utilizzato rendimento del mercato utilizzando l'indice CRSP<sup>21</sup>. In seguito alla *business combination* le azioni delle società registrano un rendimento medio a un anno del -11,3% e a 3 anni del -12%. L'indice CRSP registra rispettivamente 19,4% e 42,6% di conseguenza, le SPACs sottoperformano il mercato a un anno in media del 30,7% e del 54,5% a tre anni. I peggiori rendimenti medi annuali si registrano nel 2012 e 2014 toccando punte del -53,2% e una sottoperformance del -73,6% (campione però molto ristretto, 5 SPAC). Per quanto riguarda i public warrant, mentre le azioni registrano rendimenti negativi, il loro rendimento a un anno è del 72,2% e a 3 anni del 93,5%.

Le performance del titolo sono anche correlate ai ricavi annuali dell'azienda e all'utile infatti, le aziende con ricavi superiori ai 100 milioni di dollari hanno avuto rendimenti migliori rispetto a quelle con ricavi inferiori. Come normalmente ci si attenderebbe, le aziende in utile hanno realizzato performance migliori rispetto a quelle in perdita. Confrontando i rendimenti a un anno tra società quotate attraverso SPAC e IPO tradizionale le seconde registrano tutte performance positive dunque, viene confermata l'ipotesi che le società quotate tramite SPAC sono di qualità inferiore rispetto a quelle di un IPO tradizionale. Gahng (2022) conferma anche che le de-SPAC performances sono peggiori per le società che hanno annunciato la *business combination* vicino alla scadenza del termine come suggerito anche da Dimitrova (2017)[9].

Klausner(2022)[25] analizza i rendimenti per gli azionisti che non hanno riscattato

---

<sup>20</sup>L'investitore compra le azioni con l'obiettivo di tenerle in portafoglio per un lungo periodo

<sup>21</sup> Acronimo di Center for Research in Security Prices indice che prende in considerazione il 99,5% delle azioni nel mercato USA. <https://www.forbes.com/advisor/investing/crsp/> consultato il 02/09/2022

le loro azioni con una metodologia diversa rispetto a Gahng (2022). Il rendimento viene calcolato rapportando il prezzo delle azioni al tempo  $t$  (aggiustate per i dividendi e per i frazionamenti) con il prezzo di riscatto meno uno. Il rendimento a un anno dalla *business combination* ammonta al 19,1% con una mediana di -19,3%. Aggiustando i rendimenti per l'indice Nasdaq e Russell 2000 le medie sono rispettivamente -17,9% e -4,4% (mediane rispettivamente -59,4% e -38,5%).

Klausner (2022)[25] divide le SPACs in base alle qualità dei promotori. Quelle con promotori di qualità hanno rendimenti in media del 64,7% (mediana 8,1%) che aggiustati per il Nasdaq e il Russell 2000 sono rispettivamente 29,9% e 43,9% (le mediane sono negative). Le SPACs con promotori "non di qualità" registrano ritorni negativi del -28,4% (mediana -47%) e ritorni aggiustati superiori al -55%. La differenza nei rendimenti risiede nel fatto che le SPACs di alta qualità raccolgono molti più fondi in fase di IPO e dai PIPE e hanno tassi di riscatto minori.

La Figura 1.4 confronta i rendimenti medi post *business combination* a una settimana, un anno e due anni per le SPACs che hanno completato la transazione tra il 2010 e il 2019. Dal grafico si evince una significativa sottoperformance delle SPACs in ogni anno, con un costante peggioramento della performance quanto più ci si allontana dalla data di completamento delle *business combination*. Il calo della performance su periodi di tempo più lunghi suggerisce un continuo aggiustamento a ribasso della valutazione delle SPACs post-fusione da parte del mercato.

Il rendimento dei titoli azionari è stato analizzato anche da altri studiosi tra cui:

- Dimitrova (2017)[9]: rendimenti del titolo a un anno dalla *business combination* -41%, a due anni -56,3% (sottoperformances rispetto all'indice Russell 2000 rispettivamente del -39,7% -57,7%) i valori delle mediane sono peggiori. Le SPACs hanno performances inferiori anche rispetto alle aziende dello stesso settore e anche delle aziende che si sono quotate con un'IPO tradizionale. La relazione tra tempo impiegato a trovare la società target e le performances hanno una relazione

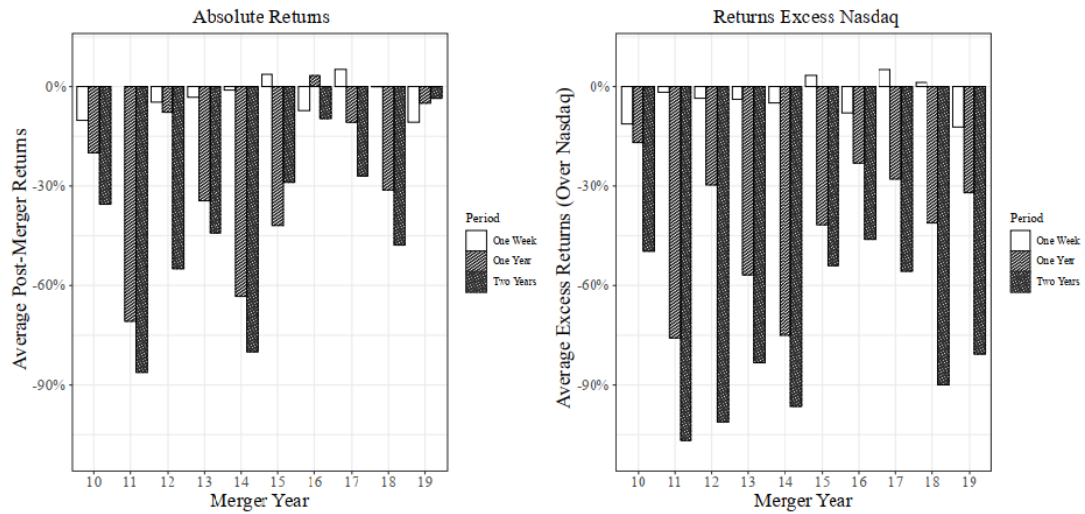


Figura 1.4: Media dei rendimenti dal 2010 al 2019.  
Fonte: A Sober look at SPACs - Klausner (2022)[25]

a forma di U inversa: più una SPAC impiega tempo ad annunciare la target maggiori sono i suoi rendimenti azionari perchè è indice del fatto che i promotori stiano cercando la target migliore. Le target annunciate troppo presto o a ridosso della scadenza per la liquidazione sono percepite come meno redditizie e dunque, registrano rendimenti peggiori.

- Kiesel (2022)[23]: nel lungo periodo si osserva una performance anomala negativa, a partire dall'annuncio *business combination*, la performance anomala media dopo 12 mesi è del -14,1%, del -20,2% dopo 18 mesi e del -18,0% dopo 24 mesi.

- Blomkvist e Vulcanovic (2020)[4]: il volume e le azioni delle SPACs sono negativamente correlati all'incertezza del mercato (VIX) e all'avversione al rischio variabile nel tempo (premio per il rischio di varianza). Gli investitori avversi al rischio sono riluttanti a investire in titoli "opachi". Le SPACs mostrano una maggiore sensibilità al VIX e al VRP rispetto alle normali IPO.

- Bai (2021)[1] le SPACs sono fortemente e positivamente correlate con l' "equity

*market sentiment*<sup>22</sup>", questo indice può spiegare fino al 31% della variazione del numero di SPAC e il 28% della variazione della quota di SPAC nel mercato delle IPO. Questi risultati suggeriscono che la preferenza per i titoli più rischiosi nel mercato azionario predice fortemente la formazione di SPAC.

#### 1.4.4 La target

Quali sono le società target delle SPACs?

Iniziando dal settore di riferimento, le società target operano in diversi settori ma un'importante percentuale è attiva nei campi dei servizi finanziari, industria dei trasporti e telecomunicazioni<sup>23</sup>.[\[41\]](#)

A livello dimensionale, le società che si quotano con SPAC hanno una capitalizzazione di mercato minore rispetto alle società che prediligono un'IPO tradizionale (501 milioni di dollari contro 1702 milioni di dollari). Anche a livello di ricavi e di attivo le dimensioni delle target sono più contenute infatti, i valori ammontano rispettivamente a 319 milioni e 902 milioni contro rispettivamente 814 milioni e 1156 milioni di dollari delle IPO tradizionali. Queste ultime investono anche maggiormente in ricerca e sviluppo rispetto alle società target anche se, comunque, il rapporto tra investimenti e attivo è uguale per entrambe le tipologie di società.[\[1\]](#)

La grandezza relativa (rapporto tra valore della società target e la capitalizzazione di mercato della SPAC) della società target è di 1,96 (Dimitrova (2017) riporta 1,91) e la grandezza media della transazione è di 233,8 milioni di dollari con una media di fondi raccolti durante l'IPO di 119,2 milioni di dollari e il 96% depositati

---

<sup>22</sup>Per maggiori dettagli consultare Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2007. "Investor Sentiment in the Stock Market." *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2): 129-152.

<sup>23</sup>Campione di 105 SPAC che hanno completato la *business combination* dal 2003 al 2013



nell'*escrow account*. In media, i promotori rimangono gli azionisti di maggioranza solo nel 13% dei casi.[41]

Dimitrova (2017)[9] studia le performances delle società target in seguito alla de-SPAC. Le due misure considerate sono il ROS (return on sale) e utile netto/ricavi. Il ROS è un indice dato dal rapporto tra reddito operativo e ricavi e misura le redditività delle vendite.

L'anno successivo alla de-SpAC, le società sottoperformano, sotto il profilo del Ros, rispetto alle altre società dello stesso settore in media del -32,2% (mediana -4,9%), invece rispetto alle società che si sono quotate nello stesso periodo, registrano in media -29,9% (mediana -3%). Anche il rapporto tra utile netto e ricavi performa negativamente sia confrontato con le società del medesimo settore che quelle quotate nello stesso periodo. A due anni dalla *business combination* i risultati sono ancora negativi ma meno marcati rispetto al primo infatti, relativamente alle società dello stesso settore il ROS perde in media il -13,5% (mediana -4,5%), invece rispetto alle società che si sono quotate nello stesso periodo registra il -14,7% (mediana -7,6%). Questo significa che, oltre a rendimenti negativi del titolo azionario, le società target registrano anche rendimenti operativi negativi.

Analizzando anche l'aspetto finanziario, le società target sono caratterizzate da un rapporto tra disponibilità liquide e debiti a breve maggiore rispetto alle altre prese in considerazione, ciò significa che sono più liquide nel breve periodo. Osservando però il rapporto tra debito medio-lungo e attivo, le società target risultano più indebitate rispetto alle altre sia nel primo che nel secondo anno dopo la *business combination* anzi, nel secondo anno la differenza aumenta di conseguenza o le target hanno aumentato il loro livello di indebitamento oppure le società benchmark hanno diminuito il loro.

Bai (2021)[1] analizza il tasso di crescita nei 3 anni successivi alla de-SPAC per tre variabili: capitalizzazione di mercato, ricavi e attivo. In media le società quotate

tramite IPO tradizionale registrano percentuali di crescita dell'attivo maggiori rispetto alle SPACs, se si guardano le mediane invece accade l'inverso. Il tasso di crescita della capitalizzazione di mercato per il primo anno è maggiore nelle SPACs poi per i successivi due le percentuali di crescita differiscono di un paio di punti percentuale. Mentre la mediana per le imprese quotate attraverso IPO tradizionale è positiva, per le SPACs registra valori negativi arrivando al secondo anno a perdere in media rispettivamente il 17% e al terzo 15%.

Appurato che le performances del titolo sono negative e anche quelle operative della target in seguito alla *business combination* con un tasso di fallimento di una SPAC del 58,09%[38], leggendo la letteratura complessivamente, di seguito, le caratteristiche che dovrebbe avere un'operazione de-SPAC perché renda maggiormente:

- la SPAC non deve fondersi con una target straniera perché la probabilità di fallimento aumenta;
- trovare e dare l'annuncio presto della società target perché aumenta la possibilità di sopravvivenza dopo la *business combination*;
- non affidarsi a terzi per l'identificazione della target;
- non rivolgersi alle banche per finanziare l'acquisizione;
- la SPAC deve focalizzarsi su un settore in quanto vi è maggiore probabilità di successo e che venga approvata la *business combination*; in secondo luogo perché i promotori con esperienza/reputazione in quel determinato settore possono apportare competenze e conoscenze che aumentano le possibilità di sopravvivenza della società target;[26]
- stabilire una soglia di recesso per l'approvazione della *business combination* elevata in quanto diminuisce il rischio; [7]
- le spese dei sottoscrittori non devono essere condizionate al completamento della *business combination*; [9]

- il valore della target non deve essere vicino alla soglia dell'80%, perché il mercato la percepirebbe come una cattiva acquisizione; [9]
- un consiglio di amministrazione giovane tende ad avere maggiore probabilità di approvazione della *business combination* e un elevato importo di fondi nell'*escrow account* rispetto ai proventi dell'IPO potrebbe essere segnale di efficienza operativa;[7]
- la probabilità di approvazione diminuisce se i sottoscrittori non sono popolari e con l'aumentare del loro numero perchè può indicare un'operazione più rischiosa;[7]
- all'aumentare delle partecipazioni di investitori attivi (hedge fund e fondi di private equity), diminuisce la probabilità di approvazione dell'operazione; all'aumentare dei diritti di voto da parte del management della SPAC, aumenta la probabilità di approvazione un'operazione;[7]
- la probabilità di approvazione della *business combination* tende ad essere sostanzialmente più alta in un contesto di mercato in rialzo.[7]

## 1.5 COSTO SPAC E IPO

Uno dei vantaggi che è sempre stato attribuito alla SPAC è quello di essere meno onerosa rispetto a una tradizionale IPO e che richieda meno tempo per quotare in Borsa una società. La *business combination* può richiedere dai tre ai quattro mesi invece un'IPO tradizionale da due a tre anni e la documentazione da produrre è più corposa. La quotazione tramite SPAC evita il fenomeno dell'*underpricing*<sup>24</sup> perché le incertezze sulla variazione del prezzo vengono eliminate in quanto i fondi raccolti vengono depositati nell'*escrow account*. [26] Un ulteriore vantaggio risiede nella determinazione del prezzo della quotanda, in fase di de-SPAC viene stabilito

---

<sup>24</sup>Si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione

in una negoziazione tra l'acquirente e il venditore e può essere frutto di dati previsionali invece durante un'IPO tradizionale il valore viene stabilito dal mercato e sulla base dei dati storici indicati nel prospetto di ammissione.

Gahng (2022) compara i costi delle tre modalità per accedere al mercato azionario: IPO, *business combination* con SPAC e il *direct listing* <sup>25</sup>.

I costi di un'IPO sono quelli delle commissioni all'*underwriter* e il costo indiretto dell'*underpricing*. La SPAC, oltre ai due costi di una tradizionale IPO, sostiene anche i costi della diluizione che derivano dalle azioni dei promotori e dai warrant.

I costi del *direct listing* invece sono solo costi di consulenza delle banche d'investimento. Gahng (2022)[15] arriva alla stessa conclusione di Klausner (2022)[25]: la quotazione della SPAC è più onerosa rispetto a un'IPO tradizionale sia in termini dei fondi raccolti che di capitalizzazione di mercato post *business combination*. In mediana, i costi della SPAC ammontano al 15,1% della capitalizzazione di mercato della società invece per l'IPO sono 3,2%. Il *direct listing* è quello meno oneroso con solo il 0,3%.[15] La metodologia che applica Klausner (2022)[25] è di calcolare il costi della SPAC in relazione alla liquidità infusa nella società target e per la tradizionale IPO vengono presi in considerazione anche i costi dell'*underpricing*. I costi della SPAC ammontano al 62% (48,3% Gahng (2022)[15] in mediana dei fondi elargiti alla target invece in un'IPO tradizionale al 28% (21,9% Gahng[15]) dei fondi raccolti. Il costo mediano della SPAC, pari al 62%, è composto per il 33% circa dalle azioni del promotore, per il 18% dalla sottoscrizione dell'IPO e da altre commissioni e per l'11% dai costi dei warrant. Appurato che in realtà la SPAC non ha costi minori rispetto a un'IPO, la letteratura verifica anche se le tempistiche siano effettivamente inferiori a un'IPO

---

<sup>25</sup>Modalità di quotazione che consiste nell'avvio diretto delle negoziazioni sulla piattaforma di trading della Borsa. La particolarità di questa modalità è che non si vendono azioni di nuova emissione ma solo quelle già esistenti, una sorta di Offerta pubblica di vendita (OPV), e la società non beneficia di nuova finanza.

tradizionale. I giorni trascorsi tra l'annuncio della *business combination* e il completamento della stessa sono in media 153 (mediana 147)[15]. Oltre a questi, bisogna considerare anche il tempo che intercorre tra l'inizio di una trattativa di acquisizione e l'annuncio di un accordo definitivo che è sconosciuto al pubblico. Supponendo che ci voglia un mese per negoziare un accordo (compreso il reperimento di finanziamenti PIPE nella maggior parte dei casi), in genere ci vogliono almeno sei mesi per una società operativa per consumare una *business combination* con una SPAC. Gahng (2022)[15] riportando le tempistiche di Chaplinsky, Hanley e Moon (2017) e secondo le considerazioni effettuate, suggerisce che per un'IPO tradizionale ci vogliono 5 mesi a condizione che la quotanda abbia i bilanci certificati<sup>26</sup>. Questi numeri suggeriscono che per le società con bilanci certificati, le *business combinations* con SPAC non offrono alcun vantaggio in termini di velocità.

Come riportato nel 1° paragrafo del capitolo, negli Stati Uniti d'America nel 2021 si sono quotate 613 SPAC e nel 2020 248, ad oggi le SPAC alla ricerca della società target sono 648<sup>27</sup> è anche importante considerare che le società target che vogliono procedere a quotazione iniziano a scarseggiare e che quindi molte SPACs sono destinate ad essere liquidate. Ad esempio la Pershing Square Tontine Holdings Ltd, promossa da Bill Ackman, che ha raccolto 4 miliardi di dollari nel 2020, è stata liquidata a luglio 2022 in quanto non ha trovato nessuna società target appetibile.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup>Negli Stati Uniti d'America, per le società private non vige l'obbligo di certificare i bilanci. <https://theaccountingjournal.com/usa>

<sup>27</sup><https://www.SPACresearch.com/symbol> consultato il 31/08/2022

<sup>28</sup>[www.bloomberg.com/opinion](http://www.bloomberg.com/opinion)

# Capitolo 2

## LE SPACs IN EUROPA

### 2.1 INTRODUZIONE

Nel 2021 l'Europa, seguendo la scia degli Stati Uniti, ha registrato un notevole incremento del numero di SPACs nonostante fossero sempre state poco diffuse come si può osservare nella figura 2.1.<sup>1</sup>

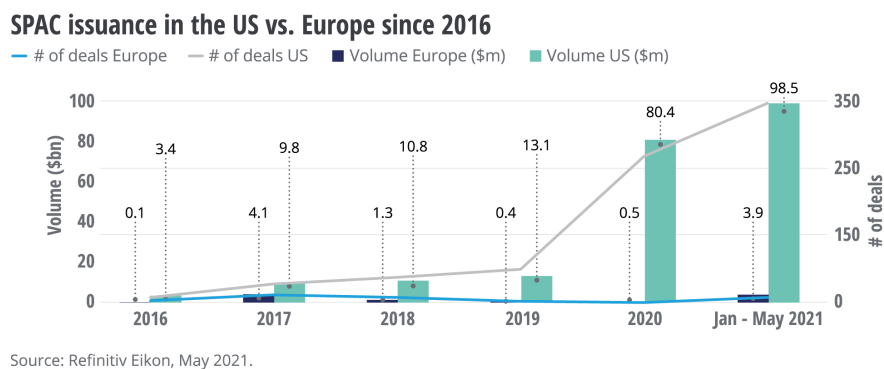


Figura 2.1: SPACs quotate in Europa a confronto con quelle USA.  
Fonte: Deloitte insights

<sup>1</sup>[www2.deloitte.com](http://www2.deloitte.com)

Sebbene nel 2022 non si sia ancora raggiunto il livello del 2021, probabilmente a causa dello scenario macroeconomico e geopolitici, le SPACs si sono oramai confermate come strumento utile per quotare una società.

Essendo un fenomeno relativamente nuovo, oltre a esserci poca letteratura vi è anche poca legislazione in merito. La struttura della SPAC viene regolata dalla normativa vigente per le società pubbliche e dunque, varia da Paese a Paese. Oltre a questo, anche le regole delle Borse europee sono diverse alcune più favorevoli altre meno. Tutto ciò ha incoraggiato la costituzione di SPACs in determinati Paesi quali il Lussemburgo e la quotazione in mercati più vivaci quale quello di Amsterdam.

I tratti comuni a tutte le SPACs europee sono stati fondamentalmente i seguenti:

- non vi è l'obbligo di utilizzo dell'80% dei fondi dell'*escrow account* per l'acquisizione, di conseguenza, si possono scegliere anche più società target;
- conti correnti con tassi d'interesse negativi;
- non vige l'obbligo di non aver già scelto una società target al momento dell'IPO.[37]

Nel seguente capitolo verranno riassunti le caratteristiche salienti delle SPACs a livello societario e delle modalità di quotazione con l'obiettivo di vedere se la poca diffusione è data da problematiche normative.

## 2.2 REGNO UNITO

La SPAC viene definita dalla FCA (*Financial Conduct Authority*)<sup>2</sup> come una nuova società creata per identificare e acquisire un'adeguata "business opportunity or opportunities"; può essere anche chiamata "*search fund*".

---

<sup>2</sup>Organismo di regolamentazione finanziaria del Regno Unito il cui obiettivo è proteggere consumatori, concorrenza e mercati finanziari

I fondi vengono raccolti attraverso un'IPO sul mercato borsistico oppure prima dell'IPO e vengono utilizzati per identificare le opportunità di acquisizione, pagare la due diligence <sup>3</sup> e potenzialmente finanziare l'acquisizione. (FCA Technical Note TN/420.2, 'Cash shells and special purpose acquisition companies (SPACs)' (January 2018))

La London Stock Exchange <sup>4</sup> (LSE) è divisa in 3 mercati: Main Market <sup>5</sup>, AIM (Alternative Investment Market, per le società di dimensioni ridotte) e EDX London (segmento dove vengono negoziati i derivati).

Le SPACs non possono essere quotate sul segmento Premium perchè non soddisfano i requisiti della LR (*Listing Rule*) <sup>6</sup> la quale richiede che la società sia una *commercial company* e che abbia pubblicato le informazioni finanziarie negli ultimi 3 anni (LR 6.2.1R.) con annessa relazione del revisore (LR 6.2.4R). Inoltre, la LR 6.4 stabilisce che la società debba esercitare un "*independent business*" dove al punto 6.4.3R. vengono indicati i motivi che non soddisfano il requisito quali ad esempio "la maggior parte dei ricavi generati dall'attività del richiedente è attribuibile agli affari condotti direttamente o indirettamente con una persona o un gruppo". La SPAC non soddisfa nessuno dei due requisiti richiesti, il primo perché trattandosi di società recentemente creata non potrà mai disporre di questa informativa, il secondo perché finché la SPAC non effettua la *business combination* non genera ricavi. Solo una volta compiuta la *business combination*, la nuova società potrà fare richiesta di essere ammessa al segmento Premium. Escludendo

---

<sup>3</sup>"Rappresenta un approfondimento, una verifica di un potenziale investimento, ed è finalizzata a confermare oppure a smentire tutti i fatti, gli elementi e le circostanze che attengono a una data operazione. Più chiaramente, è un processo organizzato di raccolta e di analisi di informazioni dettagliate di varia natura, in ordine a una determinata attività economica, allo scopo di pervenire a una valutazione attendibile di tale attività, quindi, di esprimere un giudizio motivato sulla fattibilità versus la rischiosità dell'operazione che le controparti intendono realizzare." [www.treccani.it](http://www.treccani.it)

<sup>4</sup>Borsa valori di Londra

<sup>5</sup>A sua volta diviso nei segmenti Premium, Standard e High Growth Segment



dunque, il segmento Premium, le SPACs possono essere quotate sul segmento Standard oppure sul mercato AIM.

Mentre negli Stati Uniti d'America le SPACs hanno spopolato soprattutto nell'ultimo periodo, in Gran Bretagna non si è osservato questo fenomeno. I fattori che hanno reso le SPAC meno attraenti sono diversi.

Innanzitutto, le SPACs, che sono assimilabili alle “*cash shell*”, sono soggette alla normativa sulle “*Reverse Takeovers*”<sup>6</sup> contenuta nella LR 5.6.AR. In base a questa normativa dal momento in cui viene annunciato la *reverse takeover* oppure c'è una fuga di notizie, la negoziazione dei titoli in Borsa viene bloccata fino a quando l'operazione non è conclusa e la società richiede nuovamente l'ammissione. Questa misura aveva e ha tutt'oggi l'obiettivo di proteggere gli investitori delle SPACs.<sup>7</sup>

Secondo, le SPACs non avevano l'obbligo di garantire diritti di riscatto agli azionisti e nessuna delle SPACs britanniche esaminate da Reddy (2021) [34] ha adottato volontariamente tale diritto. Pertanto, sebbene la sospensione mirasse a proteggere i potenziali investitori pubblici dall'altro lato non lasciava la possibilità di svincolare i propri investimenti. Il riscatto non veniva concesso perché se gli azionisti avessero receduto con il conseguente rimborso, la SPAC difficilmente avrebbe potuto reperire nuovi fondi per completare l'acquisizione visto che la quotazione era sospesa. Se non ci fosse stata la sospensione, tali azionisti avrebbero invece potuto vendere le loro azioni se il mercato avesse accolto favorevolmente l'annuncio e se le quotazioni delle azioni della SPAC fossero salite.

Diversamente dalle SPACs americane, i promotori possono di solito partecipare alla liquidazione alle stesse condizioni degli altri azionisti, per cui non perdono

---

<sup>6</sup>Definita nella LR 5.6.4R: is a transaction, whether effected by way of a direct acquisition by the issuer or a subsidiary, an acquisition by a new holding company of the issuer or otherwise, of a business, a company or assets: (1) where any percentage ratio is 100% or more; or (2) which in substance results in a fundamental change in the business or in a change in board or voting control of the issuer.

<sup>7</sup>Per maggiori dettagli consultare da LR 5.6.6 a 5.6.29 [www.handbook.fca.org.uk](http://www.handbook.fca.org.uk)

completamente la loro quota se l'acquisizione non viene portata a termine. La struttura della remunerazione dei promotori, dunque, non incentiva gli stessi a portare a termine l'operazione a tutti i costi.

Per ciò che riguarda invece la struttura finanziaria della SPAC, non vigeva l'obbligo di depositare i fondi raccolti in fase di IPO in un *escrow account*, dunque, l'investitore correva anche il rischio di non vedersi liquidata la quota, la loro unica aspettativa era quella che l'acquisizione andasse a buon fine. Reddy (2021)[34] evidenzia anche che è poco diffuso emettere i warrant a causa sempre della sospensione delle negoziazioni che di conseguenza rendono poco attraente la loro emissione ma allo stesso tempo garantiscono ai promotori che l'azionariato della SPAC rimanga stabile fino al momento dell'acquisizione.

Ulteriore motivazione del poco successo è che agli azionisti delle SPACs quotate sul segmento standard non è era consentito votare l'approvazione della *business combination*, perciò senza diritto di recesso e senza diritto di voto era anche impossibile per gli investitori comunicare con i promotori. Il voto era obbligatorio solo per il mercato AIM.

A causa di tutte queste diversità con il mercato USA, le SPACs britanniche hanno riportato una capitalizzazione media di mercato in fase di IPO di solo 5,24 milioni di sterline, con una mediana di appena 1,82 milioni di sterline. Le SPACs quotate sull'AIM sono generalmente più grandi rispetto a quelle del segmento Standard, in parte perché l'AIM impone una soglia minima di raccolta di capitale proprio di 6 milioni di sterline (AIM Rules, Rule 8), ma anche a causa del requisito di approvazione degli azionisti dell'acquisizione che, sebbene probabilmente scoraggi i promotori delle SPACs dallo scegliere questa tipologia di mercato, dall'altro lato attraggono maggiori investimenti.

Con una modesta capitalizzazione di mercato dunque le SPACs, potevano solo acquisire piccole attività oppure finanziarsi con capitale di debito o l'emissione di

nuove azioni.[34] Anche nel Regno Unito le SPACs hanno fatto ricorso ai PIPE però nel caso in cui vi fosse una carenza di proventi dall'IPO e non come in negli Stati Uniti dove vi si fa ricorso qualora troppi azionisti abbiano esercitato il diritto di riscatto.

La capitalizzazione minima è stata recentemente modificata infatti la LR 2.2.7(1)R incrementa la capitalizzazione minima per il mercato Main da 700.000 sterline a 30 milioni di sterline rendendo di fatto quasi impossibile per una SPAC quotarsi sul segmento Standard e quindi di conseguenza l'unica possibilità sarà l'AIM. Reddy (2021)[34] constata che su 40 SPAC, 4 sono state quotate sull'AIM e il restante sullo Standard. Quelle quotate sull'AIM hanno avuto una capitalizzazione di mercato media di 20,5 milioni di sterline contro 1,7 milioni di sterline delle SPACs quotate sullo Standard non considerando 4 SPAC *outlier* che hanno una capitalizzazione media di 476 milioni di sterline.

A luglio 2021, la FCA ha modificato la normativa per la quotazione delle SPAC cercando di renderle più attrattive e simili alle SPACs di oltreoceano. La nuova normativa, come esordisce la FCA nel PS21/10, non è una "corsa al ribasso" degli standard. Di seguito i nuovi provvedimenti adottati che sono in vigore dal 10 agosto 2021:

- per le SPACs che durante l'IPO raccolgono capitale per almeno 100 milioni di sterline (inizialmente la FCA aveva proposto la soglia di 200 milioni di sterline), la sospensione della negoziazione delle azioni al momento dell'annuncio della *reverse takeover* non verrà più applicato. Nel calcolo del minimo non verrà preso in considerazione il capitale apportato dai promotori o di qualsiasi persona che supporta la SPAC nella fase di creazione;
- la SPAC deve proteggere (*ring-fence*) adeguatamente, tramite una terza parte indipendente, i proventi raccolti dagli azionisti pubblici. La *ring-fence* deve essere strutturata in modo tale che i proventi possano essere utilizzati solo per finanziare:

un'acquisizione debitamente approvata, il rimborso delle azioni detenute dagli azionisti pubblici che esercitano il diritto di riscatto, il rimborso del capitale agli azionisti se la SPAC viene liquidata;

- se entro 24 mesi dall'IPO, la SPAC non ha concluso l'acquisizione, verrà liquidata e i proventi raccolti e segregati verranno distribuiti agli azionisti pubblici il prima possibile. I 24 mesi possono essere prorogati per altri 12 mesi con l'approvazione degli azionisti pubblici, per altri 6 mesi senza approvazione degli azionisti se c'è un accordo di acquisizione dando però l'avviso con largo anticipo;

- lo statuto della SPAC deve prevedere che l'acquisizione debba essere approvata sia dal consiglio di amministratore (escludendo i consiglieri che hanno un conflitto d'interesse con la società target) sia dagli azionisti ad esclusione dei promotori/fondatori della SPAC se non fanno parte del consiglio di amministrazione;

- lo statuto della SPAC deve inoltre prevedere che, nel caso in cui uno degli amministratori della SPAC abbia un conflitto di interessi in relazione alla target, il consiglio di amministrazione debba richiedere una *fairness opinion* a un consulente indipendente;

- la SPAC deve fornire agli azionisti il diritto di recesso a un prezzo predeterminato (o un importo fisso o una quota fissa pro-rata dei proventi *ring-fenced*), esercitabile a discrezione degli azionisti prima del completamento dell'acquisizione e indipendentemente dal fatto che gli azionisti abbiano votato a favore o contro l'acquisizione;

- se la FCA concorda che non è necessaria una sospensione delle negoziazioni, la SPAC deve pubblicare un annuncio al momento dell'acquisizione che contenga: 1) la descrizione dell'attività oggetto dell'acquisizione, i termini sostanziali dell'operazione proposta, compreso l'effetto di diluizione previsto per gli azionisti pubblici derivante dalle azioni dei promotori o dall'emissione di nuove azioni. 2)

Indicazione del modo in cui la SPAC ha valutato il valore dell'attività target, compreso il riferimento a qualsiasi processo di selezione e valutazione definito nel prospetto dell'IPO della SPAC. 3) Qualsiasi altro dettaglio di cui gli investitori dovrebbero essere a conoscenza per prendere una decisione adeguatamente informata.

La FCA ha ulteriormente dichiarato che collaborerà con le SPACs per garantire, prima dell'ammissione, nell'ambito del processo di ammissione e approvazione iniziale, che esse soddisfino i criteri sopra descritti per la disapplicazione della sospensione.

Questo nuovo approccio ha l'obiettivo di rendere le SPACs più attraenti però non è per nulla innovativo perchè i problemi che si sono rinvenuti nel contesto americano vengono traslati nel mercato britannico. Uno degli svantaggi che verrà importato è quello della diluizione, per di più, sono sempre più numerosi gli studi sulle SPACs che dimostrano risultati poco brillanti dunque, gli investitori potrebbero diventare riluttanti a investire in questi veicoli.

## 2.3 ITALIA

Le SPACs in Italia hanno le stesse caratteristiche delle SPACs americane in quanto si tratta di un trapianto dell'istituto giuridico avvenuto grazie alle modifiche dei regolamenti di Borsa Italiana ma anche dall'applicazione delle medesime strutture da parte degli operatori del mercato.[\[33\]](#)

Nel contesto italiano, le SPACs hanno iniziato a diffondersi nel 2011 in seguito all'introduzione, nel maggio del 2010, nel MIV<sup>8</sup> di uno specifico segmento dedicato

---

<sup>8</sup>Mercato degli Investment Vehicles - è il mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana dedicato alla quotazione di veicoli che investono in economia reale, principalmente Fondi d'Investimento Alternativi (FIA) di tipo chiuso. Possono essere quotate numerose tipologie di FIA: italiani o europei, aperti al pubblico retail o riservati agli investitori professionali, costituiti in forma contrattuale

alle SIV (*Special Investment Vehicles*) che Consob<sup>9</sup> con delibera N. 17302 del 04/05/2010 all'articolo 1.3 definisce come: "*società la cui politica di investimento non prevede un livello sufficiente di diversificazione e il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività nonché le relative attività strumentali. Indica inoltre quelle società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità.*", quali le SPACs. Questo mercato, organizzato e gestito da Borsa Italiana è stato creato con l'obiettivo di offrire capitale, liquidità e visibilità a veicoli di investimento con una chiara visione strategica.[36] Le SPACs, prima dell'introduzione del segmento SIV, potevano comunque quotarsi sul segmento AIM<sup>10</sup>.

Anche il ciclo di vita delle SPACs italiane è suddiviso in quattro fasi: 1) costituzione; 2) IPO; 3) identificazione della società target e preparazione della business combination; 4) completamento dell'operazione o liquidazione del veicolo.[36]

Trattandosi di società veicolo che possono quotarsi sia sul MIV che sull'AIM Italia, la normativa di riferimento è la seguente:

- il Codice civile e, in particolare, gli artt. 2325 e ss. sulle società per azioni;
- il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" o "TUF");
- il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.
- il Regolamento Emittenti – AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale.

---

(fondo chiuso) o negoziale (SICAF e comparti di SICAV), armonizzati a livello europeo (inclusi EL-TIF, EuVECA, EuSEF) o autorizzati ai sensi della normativa domestica. Possono inoltre quotarsi su Euronext MIV Milan le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) e le società diverse dai FIA, con una strategia di investimento non ancora completata. [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>9</sup>Acronimo di "Commissione Nazionale per le Società e la Borsa" è l'ente rivolto alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

<sup>10</sup>Alternative Investment Market, dal 25 ottobre 2021 ha cambiato denominazione in Euronext Growth Milan in seguito all'acquisizione da parte di Euronext N.V di Borsa Italiana s.p.a

Per potersi quotare sul segmento del mercato MIV, una SPAC deve rispettare i seguenti obblighi stabiliti nel Regolamento V45 in vigore dal 25 ottobre 2021:<sup>11</sup>;

- Articolo 2.2.36 c.1 oggetto sociale: “*investimento in via prevalente in una società o attività da sottoporre all’approvazione dell’assemblea dei soci, in base alla propria strategia di investimento, nonché lo svolgimento delle relative attività strumentali*”;
- Articolo 2.2.36 c.3: lo statuto dell’emittente *deve prevedere una durata della società non superiore a 36 mesi per fare uno o più investimenti significativi* (Art. 2.2.37 c.5 si considerano significativi se rappresentano complessivamente più del 50% degli attivi della società), con possibilità di proroga, previa approvazione da parte degli azionisti in occasione della prima assemblea dei soci utile prima della scadenza del termine. Lo statuto non dispone che sia escluso il diritto di recedere per i soci che non hanno concorso all’approvazione delle deliberazioni riguardanti la proroga del termine;
- Articolo 2.2.36 c. 5 la società *non deve investire in quote di FIA per più del 20% delle proprie attività*;
- Articolo 2.2.37 c.1 l’emittente deve produrre una *situazione patrimoniale ed economica anche relativa a un periodo inferiore all’anno, purché assoggettata al giudizio di un revisore legale o di una società di revisione legale*;
- Articolo 2.2.37 c.8 L’emittente deve *definire e perseguire una strategia sufficientemente precisa e dettagliata in modo da rendere chiari gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento ed essere così posta alla base delle scelte d’investimento dei singoli investitori. Tale strategia deve contenere come minimo: a) il tipo di settore (o settori) di business, l’area geografica (o aree geografiche) e il tipo di attività o società nelle quali può investire; b) se intende operare come investitore attivo o passivo e, ove applicabile, la durata*

---

<sup>11</sup>[www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/)

*prevista per ciascun investimento; c) il livello di diversificazione degli investimenti e i limiti massimi di esposizione, ove applicabili; d) la propria politica in materia di indebitamento e partecipazioni reciproche, ove applicabile;*

- Articolo 2.2.37 c.9. *l'emittente deve costituire conto vincolato in cui depositare il capitale raccolto durante l'ammissione e in occasione dei successivi aumenti di capitale al fine di effettuare gli investimenti previsti;*

- Articolo 2.2.37 c.10. *Almeno tre tra componenti dell'organo amministrativo e dirigenti, e comunque tutti coloro che abbiano deleghe di investimento, devono avere maturato una esperienza complessiva di almeno un triennio nella gestione strategica di investimenti della dimensione e del tipo di quelli che formano oggetto dell'investimento della società;*

- Articolo 2.2.37 c.11. *l'emittente deve adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti d'interesse che potrebbero insorgere dall'attività d'investimento nonché idonee misure organizzative e procedurali per la gestione dei conflitti di interesse. In particolare, deve assicurare che laddove l'amministratore o il soggetto titolare di deleghe di gestione svolga ruoli analoghi in società che svolgano attività affini o strumentali esistano procedure tali da assicurare una gestione indipendente;*

- Articolo 2.2.1 capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 40 milioni di euro e un flottante del 35%;

- Articolo 2.3.1 c.1 l'emittente deve dotarsi di uno sponsor.

Per quotarsi invece sul mercato Euronext Growth Milan<sup>12</sup>, i requisiti sono meno stringenti rispetto al MIV.

Il Regolamento<sup>13</sup> stabilisce che l'emittente è tenuta a nominare l'Euronext Growth

---

<sup>12</sup>Sistema multilaterale di negoziazione dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società ad alto potenziale di crescita.

<sup>13</sup>[www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/)



Advisor che, prima dell'acquisizione della Borsa, era chiamato "Nominated Adviser" o informalmente "NomAd".

Borsa Italiana, inoltre, raccomanda che i componenti dell'organo amministrativo della società di investimento e il suo nominated adviser operino in modo indipendente dal soggetto titolare di deleghe di gestione.

All'articolo 8 viene statuito che: ai fini dell'ammissione, la SPAC deve raccogliere un minimo di 10 milioni di euro in denaro tramite un collocamento che si concluda alla data di ammissione ovvero in prossimità dell'ammissione stessa. Tale requisito di raccolta minima non trova applicazione nel caso di SPAC rivenienti da operazioni di scissione di altre SPAC.

La società deve definire e perseguire una politica di investimento ed ottenere la preventiva approvazione degli azionisti convocati in assemblea per qualsiasi cambiamento rilevante alla propria politica di investimento. Quest'ultima deve essere sufficientemente precisa e dettagliata in modo da essere chiara e specifica ed essere descritta nel documento di ammissione. La politica di investimento si considera attuata se la SPAC ha investito una porzione sostanziale (di solito almeno superiore al 50%) di tutti i propri fondi disponibili, inclusi i fondi derivanti da contratti di finanziamento. Se entro i 36 mesi dall'ammissione la politica di investimento non viene attuata, la società dovrà ottenere l'approvazione dagli azionisti alla prima assemblea utile e, in seguito, ogni anno, fino a quando non vi abbia dato sostanziale attuazione. Dunque, non vi è l'obbligo di liquidazione della SPAC.

I promotori devono essere persone (fisiche o giuridiche) dotate di comprovata esperienza e/o aver ricoperto posizioni apicali in materia di: 1) operazioni sul mercato primario dei capitali; 2) operazioni di private equity; 3) gestione di aziende di medie dimensioni; 4) settore dell'investment banking.

Il flottante deve essere almeno pari al 10% con 5 investitori professionali.

Tra i due mercati, le SPACs che si sono quotate dal 2011 in poi hanno preferito l'Euronext Growth Milan per i requisiti ridotti, per la velocità del processo di quotazione e per costi minori. Infatti, su 31 SPAC dal 2011 al 2020, solo 4 si sono quotate sul MIV e le restanti 27 sull'AIM (ad oggi Euronext Growth Milan).[12]

La struttura finanziaria dell'operazione (capitale di rischio, *units*, azioni e warrant) è molto simile alle SPACs americane, per ulteriori approfondimenti consiglio al lettore il libro di Fumagalli[14]. Nel panorama italiano fino al 2013<sup>14</sup> le SPACs invece di ricorrere ai trust per il deposito dei fondi raccolti dall'IPO si sono orientate più sui conti correnti vincolati presso gli istituti bancari[14]. Nelle SPACs di prima generazione la percentuale di deposito nel fondo si aggirava intorno all'80-90%, mentre per i nuovi veicoli arriva anche al 100% con l'obiettivo di fornire garanzie sempre maggiori agli investitori e aumentare la fiducia.[36]

Una volta identificata la società target, il consiglio di amministrazione deve convocare l'assemblea dei soci per l'approvazione della *business combination* in quanto, coerentemente con l'articolo art. 2361, 1° comma del C.c., "*l'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente dallo statuto*", nel caso della SPAC, "*determina la modifica dell'oggetto sociale determinato dallo statuto*". Infatti, se prima la SPAC era una società nata con l'obiettivo di investire e senza attività economica, in seguito alla *business combination* diventa una società operativa.[33]

Se l'operazione rilevante non viene approvata, a norma dell'art. 2437, 1° comma, lett. a), il socio ha il diritto di recesso in quanto si è in presenza di una modifica della clausola dell'oggetto sociale, che determina un cambiamento significativo dell'attività della società. Questo però limita le acquisizioni che si possono fare, in altre parole se la SPAC acquista solo il pacchetto azionario della target, non si

---

<sup>14</sup>Campione analizzato 5 SPAC

verifica un cambiamento dell'oggetto sociale dunque, l'investitore dissenziente non può esercitare il recesso. La disciplina del recesso, di conseguenza, può essere applicata in caso di fusione che determina la variazione dell'oggetto sociale. [8]

Nella pratica, comunque, già nel prospetto di ammissione della società alla quotazione o di offerta vengono stabiliti i presupposti per poter esercitare il diritto di recesso.

Diversamente dalle SPACs americane, la liquidazione dei soci che esercitano il diritto di recesso, non viene determinata pro quota ma in base all'articolo 2437-ter del Codice Civile il quale stabilisce al comma 2° che *"il valore di liquidazione delle azioni è 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"* che è da ritenersi applicabile per le società quotate sul mercato Euronext Growth Milan invece per le società quotate sul MIV bisogna fare riferimento al comma 3° *"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"*. Il comma 3° prevede anche la facoltà, se inserita nello statuto, di valorizzare le quote con la stessa metodologia del comma 2° oppure comma 4° (utilizzando il metodo patrimoniale) purchè non risulti un valore di liquidazione inferiore rispetto alla metodologia applicata con il comma 3°. La differenza tra le due modalità risiede nel fatto che la SPAC sia o meno quotata in un mercato regolamentato.

## 2.4 PAESI BASSI

In seguito alla Brexit, la Borsa di Amsterdam è diventata il principale centro di negoziazioni di azioni in Europa. I regolamenti favorevoli e il profondo bacino di investitori hanno anche favorito la diffusione delle *Special purpose acquisition companies*.<sup>15</sup>

La AFM<sup>16</sup> definisce la SPAC come: "*a company without business activities that raises capital with the intention to purchase all or part of a non-listed company in the relatively near term. As it is not clear which company SPACs are going to acquire in advance and do not have any business activities at the time of the IPO, they are also referred to as 'shell companies' or 'blank cheque companies'.*". La definizione non si discosta molto da quella utilizzata in altri Paesi.

La Borsa di Amsterdam fa parte del gruppo Euronext N.V. che comprende le Borse di Parigi, Oslo, Lisbona, Bruxelles e Dublino. Euronext N.V. non è divisa in segmenti, come ad esempio Borsa Italiana, ma bensì le aziende sono classificate in comparti in base alla loro capitalizzazione di mercato. Il comparto A è composto da aziende con una capitalizzazione superiore a un miliardo di euro, il comparto B da aziende con una capitalizzazione tra 150 milioni di euro e un miliardo di euro ed infine, il comparto C da aziende con una capitalizzazione inferiore a 150 milioni di euro.

Per potersi quotare in tutte le Borse facenti parte del gruppo Euronext N.V., la SPAC non deve seguire una normativa speciale ma viene tratta alla stregua di qualsiasi altra società che vuole essere ammessa al mercato. Prima dell'ammissione

---

<sup>15</sup>[www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-18](http://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-18)

<sup>16</sup>Acronimo di "Authority for the Financial Markets" è l'autorità olandese preposta alla supervisione dei mercati finanziari tra cui quello del risparmio, degli investimenti, delle assicurazioni, dei prestiti, delle pensioni, dei mercati dei capitali, della gestione degli asset, contabilità e rendicontazione finanziaria. L'obiettivo dell'AFM è quello di promuovere mercati finanziari equi e trasparenti contribuendo a un sistema finanziario sostenibile e alla prosperità dei Paesi Bassi.

la SPAC deve presentare il prospetto, conformemente al Regolamento della Borsa, approvato dall'AFM. La quotazione deve riguardare tutti i titoli dell'emittente della stessa classe emessi al momento della richiesta di quotazione o di cui si propone l'emissione. I titoli quotati devono essere validamente emessi, essere liberamente negoziabili e avere i medesimi diritti. Di norma viene richiesto di presentare gli ultimi 3 bilanci certificati <sup>17</sup> ma in caso di SPAC vi è una deroga in quanto sono costituite poco prima della quotazione. Non è richiesta una soglia di capitalizzazione minima ma il flottante deve essere almeno pari al 25% <sup>18</sup>.

A livello giuridico, la struttura SPAC non è disciplinata dal Codice civile olandese, per costituire una SPAC nei Paesi Bassi bisogna scegliere tra due tipologie di società: N.V. (*Naamloze Vennootschap*) oppure B.V (*Besloten Vennootschap*).

Con l'introduzione del Wet Flex-BV<sup>19</sup> nel 2012, sono state eliminate restrizioni al trasferimento delle azioni delle B.V. tra cui la necessità dell'atto notarile il che ha determinato la possibilità di quotare in Borsa una società a responsabilità limitata olandese (*Besloten Vennootschap*). [19]

Nonostante la tradizionale società per azioni (*Naamloze Vennootschap*) offra molta flessibilità e sia soggetta a varie regole obbligatorie utili nel contesto di una quotazione, alcune SPACs olandesi sono state recentemente create sotto forma di B.V.. Questa forma permette di godere di una regolamentazione più flessibile in materia di assistenza finanziaria, acquisto di azioni proprie, mandati di emissione di azioni al consiglio di amministrazione, diritti di nomina (e revoca) del consiglio di amministrazione per classi di azioni separate e la possibilità di scegliere tra le diverse categorie di azioni.[20]

Uno dei motivi per cui si preferisce una B.V riguarda la possibilità di emettere un

---

<sup>17</sup>Euronext, Euronext Rule Book - Book I: Harmonised Rules, 22 novembre 2019, Rule 6302/1(ii)

<sup>18</sup>Euronext Rule Book I, 22. Novembre 2019, articolo 6302/1(i).

<sup>19</sup>Normativa che ha semplificato e reso più flessibili le società in forma di B.V.

più alto numero di azioni prima dell'IPO, riacquistarle e venderle al momento della *business combination*. Attraverso questa procedura si evita un secondo prospetto da presentare all'AFM allorché durante l'operazione di de-SPAC ci sia la necessità di emettere nuove azioni.[20]

Le società devono applicare il codice di Corporate Governance, le deroghe dal Codice devono essere giustificate nel prospetto dell'IPO. Considerando il carattere speciale della SPAC, è del tutto plausibile che essa si discosti dalle disposizioni del Codice in materia di *best practice* dalle quali le altre società quotate raramente o mai si discostano. Dutch Star Company One, ad esempio, non disponeva di un Comitato di selezione e nomina o di un Comitato per le remunerazioni, contrariamente a quanto previsto dal Codice. In seguito alla *business combination*, la governance della società dovrà essere nuovamente rivista e l'applicazione del Codice dovrà essere riconsiderata. [22]

Per realizzare una *business combination*, è necessaria l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti della SPAC. L'articolo 2:107 *bis* del Codice civile olandese, stabilisce che le delibere del consiglio di amministrazione che comportano un cambiamento importante dell'identità o del carattere della società richiedono l'approvazione dell'assemblea generale con una maggioranza semplice. Ai sensi dell'articolo 2:330 del Codice civile olandese, è necessaria una delibera dell'assemblea generale presa a maggioranza di almeno due terzi per le aggregazioni aziendali mediante fusione, se all'assemblea è presente meno della metà del capitale emesso.[19] Tuttavia, la SPAC può stabilire anche una soglia di approvazione più elevata nel proprio statuto con il fine di ottenere un sostegno sufficiente da parte degli azionisti. [22] Non è nemmeno vietato ai promotori di esprimere il loro voto in assemblea. Si osserva che nelle prime tre quotazioni ai promotori non era permesso votare, nelle quotazioni successive invece, hanno potuto esercitare il diritto di voto.[29]

In merito al diritto di riscatto, le SPACs olandesi si sono uniformate a quelle americane, infatti, in diverse recenti IPO di SPACs su Euronext Amsterdam, agli azionisti che hanno votato a favore della *business combination* o si sono astenuti dal voto è stata comunque offerta la possibilità di esercitare il diritto di riscatto.[21]

Nel caso in cui l'investitore decida di riscattare le sue azioni, con conseguente diminuzione del capitale sociale, dovrà attendere 2 mesi che coincide con il tempo concesso ai creditori sociali per presentare obiezione contro la delibera di riduzione in base all'articolo 100 del Codice civile Libro 2 (Boek 2 BW). La SPAC in forma N.V., inoltre, ai sensi dell'articolo 98 sub. 2 Boek 2 BW, non può riacquistare più del 50% delle azioni. Infatti, la soglia massima degli azionisti che possono esercitare il diritto di recesso viene fissata intorno al 30% o comunque massimo al 49%. [39][22] Tuttavia, se una SPAC è quotata come B.V., il limite del 50% per l'acquisto di azioni proprie non si applica di conseguenza la società può rimborsare una quantità di azioni fino all'ammontare delle sue riserve statutarie.[22][29]

La fattispecie societaria B.V. presenta un altro vantaggio rispetto alla N.V perchè nel caso di un'acquisizione ai sensi dell'art. 5:70 WTF<sup>20</sup> la parte che (da sola o insieme ad altri) acquisisce una partecipazione di controllo diretta o indiretta (cioè una partecipazione del 30%) in una società quotata in Borsa (*Naamloze vennootschap*) deve fare un'offerta pubblica per tutte le azioni della stessa.

L'obbligo di fare un'offerta pubblica può essere evitato con una delibera dell'assemblea generale della società di cui si acquisisce il controllo con almeno il 90% dei voti (art. 2, comma 1, del decreto di esenzione dalle offerte pubbliche di acquisto (*Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft*). Questo ha un ulteriore risvolto sulla compagine societaria della SPAC in forma N.V, le azioni dei promotori non possono superare il 30% del capitale.[29]

---

<sup>20</sup>Acronimo di *Wet op het financieel toezicht* o Legge sulla vigilanza finanziaria, è il codice che regola il settore finanziario

E' ammissibile anche la creazione di warrant, nelle prime tre SPACs quotate si prevedeva l'emissione di metà dei warrant al momento della chiusura dell'IPO e l'altra metà al momento della chiusura della transazione a chi poi possedeva le azioni vendute nella fase di IPO. Tuttavia, le recenti SPAC quotate in Borsa rispecchiano la prassi abituale degli Stati Uniti con l'emissione di tutti i warrant in fase di quotazione.[29]

Nei Paesi Bassi non vengono applicate le regole per il *reverse listing* previste dal regolamento Euronext Amsterdam Reverse Listings Policy, perché la SPAC non è un guscio vuoto, ma dispone di "attività significative", sotto forma di attività liquide (tratte dall'IPO).

## 2.5 FRANCIA

Per potersi quotare nella Borsa di Parigi la SPAC deve seguire le stesse indicazioni riportate nel paragrafo riferito ai Paesi Bassi in quanto fa parte del gruppo Euronext N.V.. La Borsa, oltre ai comparti previsti per capitalizzazione di mercato, ha anche un segmento professionale (*Compartiment Professionnel*) e le SPACs sono ammesse solo in quel segmento, di conseguenza, viene esclusa la possibilità per un investitore retail di investire in questo tipo di società se non nel mercato secondario.

Il sistema giuridico francese è sufficientemente flessibile per le SPACs, come dimostra l'esistenza di diversi veicoli di questo tipo sul mercato francese.

L'Autorità dei Mercati Finanziari (*Autorité des marchés financiers* - "AMF") ha sottolineato nel suo comunicato stampa del 15 aprile 2021 che "l'ordinamento giuridico e i requisiti normativi vigenti in Francia consentono la quotazione delle SPACs a Parigi, offrendo al contempo un'adeguata protezione degli investitori" <sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup>[www.amf-france.org/fr/actualites-publications/](http://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/)



Un esame dettagliato della normativa vigente dimostra che non ci sono ostacoli alla creazione di SPAC in linea con la struttura adottata negli Stati Uniti. Le SPACs quotate a Parigi hanno assunto tutte la forma di una *Société Anonyme* (SA) ovvero di una società per azioni pur potendo anche optare per una SE (*société européenne*) alle condizioni però elencate nell'articolo 2 §4 Reg (EC) N. 2157/2001. Ai sensi degli articoli L. 22-10-10, L. 225-37-4 e L. 225-68 del Codice di commercio (*Code de Commerce*)<sup>22</sup>, le SPACs devono designare un codice di governance e seguirne le raccomandazioni per garantire il corretto funzionamento delle proprie strutture e la qualità delle informazioni finanziarie fornite.

Il principale codice di governance in questione è quello dell'AFEP-MEDEF - *l'Association française des entreprises privées et de Mouvement des Entreprises de France*, integrato da una guida all'attuazione pubblicata dall'Alto Comitato per il Governo dell'Impresa (*Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise*).

Il codice AFEP-MEDEF affronta direttamente il rischio del conflitto d'interesse, all'articolo 20 raccomanda a tutti gli amministratori di "comunicare al consiglio qualsiasi situazione di conflitto di interessi, compresi i conflitti potenziali" e di astenersi "dal partecipare alla discussione o alla votazione della relativa delibera". Le SPACs hanno la facoltà di decidere se adottare un sistema di amministrazione e controllo dualistico oppure monistico.

E' anche possibile discostarsi dalle norme del Codice però questo richiede l'applicazione del principio "*comply or explain*" il che potrebbe rendere più più gravoso il processo di quotazione e dall'altro lato magari diminuire la fiducia dell'investitore.

Secondo il diritto francese, la remunerazione degli amministratori si concretizza tradizionalmente nell'attribuzione dei cosiddetti "*jetons de présence*", in base

---

<sup>22</sup><https://www.legifrance.gouv.fr/codes/>

all'articolo L225-45 del Codice di commercio, che consistono in una retribuzione annua fissa. Oltre a questo, il codice AFEP-MEDEF raccomanda, all'articolo 20, agli amministratori di acquistare le azioni della società qualora non ne posseggano al momento dell'assunzione della carica. Il Codice esorta addirittura che utilizzino la loro remunerazione per acquistarle. Il possesso di azioni deve essere ragionevole, infatti un amministratore per poter risultare indipendente deve possedere meno del 10% delle azioni o dei diritti di voto.[40]

Per eliminare il conflitto d'interesse tra amministratori e investitori pubblici, le SPACs I2PO S.A. e Dee Tech S.A. hanno applicato la formula "*staggered promote*". In particolare, I2PO ha previsto un compenso per l'amministratore delegato così formulato:

- un importo fisso lordo di 37.500 euro moltiplicato per il numero di mesi intercorrenti tra la data di quotazione e la data di completamento della "*initial business combination*" (IBC);
- un ulteriore importo lordo fisso di 37.500 euro moltiplicato per il numero di mesi intercorrenti tra la data di quotazione e la data di completamento dell'operazione se il prezzo medio ponderato delle azioni ordinarie per 20 giorni di negoziazione su un periodo di 30 giorni di negoziazione consecutivi è uguale o superiore a 11 euro in qualsiasi momento durante il periodo di quattro mesi successivo alla data di completamento dell'operazione;
- un importo lordo aggiuntivo massimo di 37.500 euro moltiplicato per il numero di mesi compresi tra la data di quotazione e la data di completamento dell'IBC se il numero di azioni di ordinarie rimborsate agli azionisti dissenzienti non rappresentano più del 10% del totale delle azioni ordinarie. Nel caso in cui il numero di azioni ordinarie rimborsate dagli azionisti dissenzienti superi il 10% ma inferiore al 30% [...].

Per quanto riguarda le azioni, l'articolo L228-11 del Codice di commercio permette

"l'emissione di azioni privilegiate, con o senza diritto di voto, con diritti speciali di qualsiasi tipo, su base temporanea o permanente. Tali diritti saranno definiti dallo statuto". Questa disposizione consente dunque, la creazione di "azioni dei promotori", alle quali sono associati diritti e doveri speciali, e azioni ordinarie. Ad esempio, il meccanismo delle azioni privilegiate può consentire di scegliere il Consiglio di amministrazione della SPAC senza possedere la maggioranza del capitale della società. Comunemente, lo statuto di una SPAC francese prevede che le azioni assegnate ai promotori diano loro il diritto di nominare la metà dei membri del consiglio di amministrazione. In cambio però, queste azioni non assicurano il rimborso in caso di liquidazione della società. Discussa dalla dottrina è la possibilità di inserire clausole di *lock-up* sulle azioni dei promotori anche se si ritiene di sì.[40]

Tali azioni possono essere accompagnate da warrant, infatti, l'articolo L228-91 del Codice di commercio consente l'emissione di warrant (*valeurs mobilières donnant accès au capital o bons de souscription*.) i quali possono essere negoziati sia insieme che separatamente alle azioni (comma 2).

Il deposito dei fondi in seguito all'IPO in un *escrow account*, non presenta problematicità, come ad esempio accade in Germania, se non quello degli interessi negativi che però è facilmente risolvibile con un accordo tra le parti.

Il Codice di commercio e l'AMF non impongono una durata massima della SPAC come avviene negli Stati Uniti, anche se è prassi comune stabilire una durata di 24 mesi soggetta eventualmente a proroghe. Non vengono nemmeno imposti limiti alla grandezza della società target.

Per l'approvazione dell'*initial business combination* la legge non impone l'obbligo di voto da parte dell'assemblea generale degli azionisti, la decisione spetta al consiglio di amministrazione. L'articolo L225-35 del Codice di commercio prevede che il consiglio di amministrazione "*determini gli orientamenti dell'attività*

*dell'azienda e ne assicuri l'attuazione, in conformità con l'interesse aziendale, tenendo conto degli aspetti sociali, ambientali, culturali e sportivi della sua attività. Fatti salvi i poteri espressamente attribuiti alle assemblee degli azionisti e nei limiti dell'oggetto sociale, il Consiglio di amministrazione si occuperà di qualsiasi questione relativa al buon funzionamento della società e risolverà con le sue deliberazioni le questioni che lo riguardano*". Nemmeno l'AFM ha imposto l'obbligo di voto in assemblea generale nel contesto specifico delle SPAC. Nonostante questo, le SPACs francesi si sono comunque adeguate alla prassi americana.

In ogni caso, gli investitori hanno il diritto di riscatto se non sono d'accordo con la transazione proposta e per solo la totalità delle azioni, di conseguenza, non possono esercitare il riscatto per una parte.[42] In questi casi, la SPAC si offrirà di riacquistare le loro azioni, di solito fino al prezzo di sottoscrizione iniziale. Nel diritto francese, ciò è reso possibile dal meccanismo delle azioni privilegiate riscattabili previsto all'articolo L 228-12 comma 3 del Codice di commercio "*Le azioni privilegiate possono essere riacquistate alle condizioni e secondo le modalità previste dagli articoli da L. 225-204 a L. 225-214*".

## 2.6 GERMANIA

La Germania conta diverse Borse, tra cui Stoccarda, Amburgo, Hannover, Düsseldorf, Monaco di Baviera, Berlino che sono Borse regionali e poi la Borsa di Francoforte che è la più importante.

La Borsa di Francoforte comprende due mercati: regolamentato e quello non regolamentato (*Freiverkehr*). Il mercato regolamentato si divide poi in due segmenti:

-Prime Standard: impone requisiti più elevati ai potenziali emittenti però offre l'accesso a un'ampia platea internazionale di investitori;

-General standard: offre una quotazione più conveniente però gli investitori sono nazionali di medio-grandi dimensioni.

Le SPACs possono quotarsi sia sul segmento Prime Standard che General Standard.

La Borsa di Francoforte alla sezione §3 par.1 BörsZulV<sup>23</sup> richiede che l'emittente esista da almeno 3 anni e abbia reso pubblici i propri bilanci sempre nei 3 anni precedenti la data di ammissione, tuttavia, al par. 2 viene disposto che “La Direzione può ammettere azioni in deroga al paragrafo 1 se ciò è nell’interesse dell'emittente e del pubblico.”.

Le deroghe che sono state concesse e poi comunque previste dal regolamento della Borsa riguardavano le SPACs che:

- depositavano i proventi dell'IPO in conto corrente vincolato;
- specificavano le modalità di utilizzo dei proventi nel prospetto di ammissione;
- limitavano la durata della SPAC a un periodo di tempo e in caso di liquidazione rimborsavano gli azionisti. Il regolamento, comunque, non stabilisce una durata massima come accade per le Borse americane;
- la decisione sull'utilizzo dei fondi nel conto corrente vincolato avveniva con l'approvazione degli azionisti con una maggioranza di almeno il 50%.

Ulteriori requisiti richiesti dalla Borsa sono: una capitalizzazione di mercato di 1,25 milioni di euro, una quantità minima di azioni pari a 10 mila e un flottante di almeno il 25% con almeno 100 azionisti. <sup>24</sup>

Tutte le SPACs che si sono quotate sulla Borsa di Francoforte avevano la forma societaria di Società europea (SE) di diritto lussemburghese, ad esempio, la 468 SPAC I SE, 468 SPAC II SE, GFJ ESG Acquisition I SE, Lakestar SPAC I SE e non la classica forma delle società per azioni (AG - *Aktiengesellschaft*) o società in

---

<sup>23</sup>Regolamento per l'ammissione in Borsa

<sup>24</sup><https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/>

accomandita per azioni (*Kommanditgesellschaft auf Aktien – KgaA*) previste dal Codice civile tedesco.

Questa scelta ha il fine di sfruttare i vantaggi e le semplificazioni legislative che la legge tedesca non consente in quanto pur costituendo una SE in Germania in base all'articolo 3 comma del Regolamento (CE) n. 2157/2001 “una SE è considerata una società per azioni disciplinata dalla legge dello Stato membro in cui ha la sede legale” ma anche all'articolo 10 “Fatto salvo il presente regolamento, una SE è trattata in ogni Stato membro come se fosse una società per azioni costituita secondo la legge dello Stato membro in cui ha la sede legale.” di conseguenza verrebbe trattata alla stregua di società in forma AG.

La SPAC nella tradizionale struttura americana è difficilmente replicabile in Germania a causa di una legislazione più rigida.

Innanzitutto, partendo dal governo societario, in Germania è previsto un sistema di amministrazione dualistico che prevede il consiglio di gestione (*Vorstand*) affiancato dal consiglio di supervisione (*Aufsichtsrat*) nominato dagli azionisti della società (§ 30 I-III AktG<sup>25</sup>).

Il Consiglio di gestione viene nominato dal Consiglio di supervisione (§ 30 IV AktG), il quale ha anche il potere di rimuoverli per giusta causa. La legge richiede che le delibere del Consiglio di supervisione siano adottate con un quorum di almeno 3 persone quindi se il Consiglio è composto da soli 3 membri tutti devono votare favorevolmente. Per le operazioni che possono avere un impatto rilevante sull'attività, sulla situazione finanziaria o esposizione del rischio della società quali ingenti investimenti, acquisizioni, il Consiglio di gestione può eseguirle solo con la preventiva approvazione del Consiglio di sorveglianza.

Il secondo limite è il deposito del capitale sociale nell'*escrow account*, infatti, in

---

<sup>25</sup>Legge federale sulle società per azioni

base all'articolo § 188, art. § 36 par. 2 del AktG il capitale sociale “deve essere a disposizione del Consiglio di gestione” e art. § 37 par 1 del AktG “Deve essere fornita la prova che l'importo versato è a libera disposizione del Consiglio di gestione (*Vorstand*)” per poter registrare un aumento di capitale sociale. Il versamento del capitale sociale in un *escrow account* che non sia a disposizione del Consiglio di gestione farebbe di conseguenza venir meno l'adempimento dell'obbligo di conferimento dell'azionista (art. § 54 del AktG). In questi termini, si scontrano due diversi meccanismi di protezione, il conferimento del capitale sociale a protezione dei creditori contro il deposito del capitale sociale a protezione degli investitori. Il fatto che il capitale non possa essere custodito nell'*escrow account* dall'accesso del Consiglio di gestione, espone gli investitori al rischio di non recuperare il proprio investimento, quindi, disincentiva gli stessi dall'investimento in una SPAC.

Il terzo punto riguarda le azioni, l'art. § 7 dell' AktG, dispone che la società abbia un capitale minimo (*Grundkapital*) di 50.000 euro suddiviso in azioni con valore nominale o in azioni senza valore nominale (azioni proporzionali). Il valore minimo di un'azione con valore nominale o di una quota di un'azione senza valore nominale è di 1 euro (§ 8 II, III AktG). Questo implica che i promotori dovrebbero effettuare un apporto di capitale maggiore rispetto alle SPACs americane.

Il quarto punto sono i warrant che vengono trattati all'articolo §§ 192 e seguenti dell'AktG. L'assemblea degli azionisti può deliberare un aumento del capitale sociale condizionale per: la conversione delle obbligazioni convertibili (*Wandelschuldverschreibungen*) o obbligazioni *cum warrant*, per preparare l'acquisizione di più società oppure per l'esercizio di sottoscrizione concesso ai dipendenti nell'ambito di un piano di partecipazione agli utili stabilito dalla società. All'articolo § 192 AktG non vengono menzionati i warrant degli azionisti, dunque, non viene contemplata la possibilità di emettere azioni accompagnate da

warrant. Inoltre, all'articolo § 187 AktG viene previsto che i diritti di sottoscrizione di nuove azioni possano essere garantiti solo subordinatamente al diritto sottoscrizione degli azionisti.

Gli unici warrant ammissibili, cioè quelli sottoscrivibili dai dipendenti, possono essere esercitati dopo almeno 4 anni (§ 193 c. 4 AktG).

Dall'altro lato invece, l'articolo § 221 al comma 3 dell'AktG sembra però ammettere l'emissione di warrant che andranno trattati alla stregua delle obbligazioni convertibili. A causa di questa grande incertezza giuridica è difficile per una società emettere warrant, di conseguenza, un investimento nella SPAC perde una parte considerevole della sua attrattiva.

Il quinto punto è il diritto di riscatto dei soci che si oppone a principio fondamentale del diritto tedesco previsto all'articolo § 57 dell'AktG il quale al comma 1 vieta la restituzione dei conferimenti agli azionisti e nessuno dei commi successivi, dove vengono previste delle deroghe, possono essere applicati alle SPACs. Due sono le strade percorribili: la prima consiste nel far ricorso all'articolo § 71 comma 8 dell'AktG il quale prevede che una società possa riacquistare azioni proprie con l'autorizzazione dell'assemblea degli azionisti nel limite del 10% del capitale sociale. Questa soglia potrebbe essere paragonabile alla percentuale massima degli azionisti che esercitano il diritto di riscatto delle azioni imposta negli Stati Uniti, confrontando le due: 10% in Germania e 20% ca. in America anche in questo caso la SPAC tedesca è meno appetibile. La seconda strada consiste nell'appellarsi al comma 6 del medesimo articolo, il quale prevede l'acquisto di azioni proprie in caso di delibera assembleare per il rimborso di azioni nei casi di riduzione del capitale sociale. La riduzione del capitale sociale va eseguita in conformità con l'articolo § 237 comma 2 ma soprattutto in base all'articolo § 225 comma 2 il quale dispone che i versamenti ai soci per riduzione del capitale sociale possono essere effettuati solo dopo 6 mesi dall'annuncio della



delibera. Applicando quindi questa possibilità un investitore della SPAC rivedrebbe il suo capitale dopo 6 mesi.

Il sesto motivo è lo scioglimento della società, l'articolo § 262 comma 1 dell'AktG prevede lo scioglimento della società allo scadere del termine previsto dallo statuto ma con distribuzione dell'attivo da effettuarsi solo dopo un anno da quando è stata data notizia ai creditori (art. § 271 c.1 AktG). Anche questa legge non favorisce un investitore di una SPAC in quanto sarebbe per lui irragionevole attendere un anno per reimpossessarsi del capitale<sup>2627</sup>.

Appurato che la forma societaria AG tedesca non permette una strutturazione di una SPAC simile al tradizionale modello americano, i promotori si sono rivolti verso legislazioni confinanti territorialmente che invece sono molto più flessibili.

## 2.7 LUSSEMBURGO

La Luxembourg Stock Exchange (LuxSE) è l'unica Borsa presente in Lussemburgo ed è composta da due mercati dove le SPACs si possono quotare:

- EU-regulated Bourse de Luxembourg (BdL) market: il mercato europeo regolamentato;
- Exchange-regulated Euro MTF: mercato non regolamentato con requisiti meno stringenti.

Le linee guida delle Borsa<sup>28</sup> tra i requisiti elencano, alla regola 702.1.2, una capitalizzazione di mercato minima di 1.000.000 euro oppure l'equivalente in altre valute, al punto 702.1.3, l'esistenza della società da almeno 3 anni con effettivo deposito dei bilanci. Viene prevista una deroga, nell'interesse degli investitori o

---

<sup>26</sup>[www.beck-online.beck.de/Bcid/909](http://www.beck-online.beck.de/Bcid/909)

<sup>27</sup>[www.beck-online.beck.de/Bcid/26](http://www.beck-online.beck.de/Bcid/26)

<sup>28</sup><https://www.bourse.lu/legislation>

della società, se la Borsa ritenga che gli investitori abbiano le informazioni per farsi un'idea fondata sulla società emittente. Alla regola del punto 702.1.8, viene altresì richiesto un flottante minimo del 25%.

Ad agosto del 2021 la Borsa ha pubblicato le linee guida per la quotazione delle SPACs dove viene stabilito che:

- i fondi raccolti devono essere depositati in un conto vincolato presso un istituto finanziario regolamentato e gli emittenti devono specificare un ordine di priorità per i pagamenti in uscita;
- l'emittente ha l'obbligo di concedere i diritti di rimborso agli azionisti delle SPACs e descrivere le condizioni in cui tali diritti possono essere esercitati;
- l'aggregazione aziendale deve essere approvata dalla maggioranza degli azionisti in sede di assemblea generale. L'emittente deve fornire agli azionisti le informazioni necessarie per prendere una decisione informata sull'esercizio dei loro diritti di rimborso;
- nel prospetto che accompagna l'ammissione alla negoziazione, l'emittente deve descrivere la sua strategia aziendale fornendo dettagli sui settori e sulle aree geografiche target in cui cerca opportunità di acquisizione;
- i tempi di realizzazione dell'aggregazione aziendale devono essere definiti e limitati nel tempo.

Le SPACs possono solo rivolgersi a investitori istituzionali e non a investitori retail. Per poter procedere alla quotazione in Borsa, le società devono avere la forma di *Société anonyme* (SA), che identifica una società pubblica a responsabilità limitata, oppure *Société en commandite par actions* (SCA) società in accomandita per azioni oppure la forma SE.

In Lussemburgo la forma societaria SE adotta la normativa vigente delle *Société anonyme*. Questa tipologia di società permette di strutturare la SPAC nella tipica forma americana.

Partendo dalle azioni, non viene stabilito un importo minimo di emissione, l'articolo 26-5 comma 1 del *Consolidated Commercial Companies Act*, stabilisce che “Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale. Se non hanno valore nominale, le azioni possono essere emesse per un importo inferiore alla loro parità contabile”. L'articolo 27 comma 1 del *Consolidated Commercial Companies Act* consente anche la creazione di azioni con classi diverse purché vengano specificati i diritti connessi a ciascuna categoria, il numero di azioni sottoscritte e, in caso di capitale autorizzato, le azioni da emettere per ciascuna categoria e i relativi diritti associati, nonché:

- il valore nominale delle azioni o il numero di azioni per le quali non è specificato il valore nominale;
- eventuali condizioni speciali che limitano il trasferimento delle azioni.

Il punto 7) del medesimo articolo prevede che vengano esplicitati anche il numero dei titoli che non rappresentano il capitale dichiarato e i diritti ad essi connessi in particolare quello di voto. All'art. 45 del *Consolidated Commercial Companies Act* viene concessa anche la possibilità di emettere azioni senza diritto di voto.

Ogni aumento del capitale sociale deve essere deliberato in sede di assemblea generale alle stesse condizioni previste per le modifiche statutarie, art. 32 c.1 *Consolidated Commercial Companies Act*; al comma 2 viene previsto anche che l'atto costitutivo possa autorizzare il Consiglio di amministrazione o gestione ad aumentare il capitale fino a un determinato limite.

Non ci sono limitazioni all'emissione di warrant e al loro esercizio in cash o cashless. Le azioni possono essere riscattabili, l'articolo 49-3 del *Consolidated Commercial Companies Act* permette il riscatto delle azioni in caso di fusione, scissione della società, modifica dell'oggetto o della forma della società, trasferimento all'estero della sede legale o introduzione di restrizioni alla partecipazione al capitale sociale. La *business combination* richiede l'approvazione, da parte degli azionisti, con una

maggioranza qualificata di due terzi dei voti e con un quorum pari alla metà del capitale sociale. L'emittente ha l'obbligo di fornire agli azionisti tutte le informazioni necessarie per prendere una decisione informata soprattutto in merito all'esercizio dei loro diritti di riscatto. Possono partecipare al voto anche i promotori<sup>[29]</sup>

Gli azionisti possono riscattare le loro azioni indipendentemente dalla loro partecipazione e dal loro voto all'assemblea generale.

L'unico limite alla riscattabilità delle azioni è dato dalla disponibilità delle somme depositate nell'*escrow account* e dalle riserve distribuibili.<sup>[29]</sup>

Il Codice, inoltre, non prevede che il rimborso dei capitali agli azionisti in caso di liquidazione sia subordinato a specifici vincoli temporali.

A conferma di ciò, guardando il prospetto di ammissione di Lakestar SPAC I SE, la società ha previsto due classi di azioni: ordinarie e dei promotori. Le azioni dei promotori, soggette a clausole di lock-up, erano convertibili in azioni ordinarie seguendo un determinato programma ed erano accompagnate anche con i “founder warrant” esercitabili per ottenere le azioni ordinarie. Il prospetto prevedeva anche il diritto di riscatto per gli azionisti di tutte o di una parte delle loro azioni in seguito alla business combination per un valore di 10 euro,<sup>29</sup>

A livello di governo societario il sistema di amministrazione può essere monistico (composto da amministratori esecutivi e non esecutivi) o dualistico (composto da un Consiglio di gestione e da un Consiglio di sorveglianza). Se si sceglie una struttura a due livelli, i membri del Consiglio di gestione sono generalmente nominati dal Consiglio di sorveglianza, ad eccezione dei membri del consiglio di gestione.

---

<sup>29</sup>Global SPAC Guide – Backer McKenzie 06-2021

## 2.8 LETTERATURA

La letteratura sulle SPAC in Europa è limitata, tralasciando alcuni articoli giuridici citati prima, a livello di performance delle SPACs è rinvenibile un solo studio causa del fenomeno che, come abbiamo visto, non ha la stessa rilevanza rispetto agli Stati Uniti.

Ignatyeva (2013[17]) analizza un campione di 19 SPACs quotate nelle Borse europee dal 2005 al 2011. Sebbene queste SPACs si siano quotate in Europa, solo 4 hanno la sede legale nei Paesi dell'Unione (Lussemburgo e Paesi Bassi), le mete più favorite sono state le Isole Cayman, Isole Vergini britanniche, Bermuda e anche Stati Uniti d'America. Nonostante il basso numero, queste SPAC hanno raccolto in media 489,4 milioni di dollari, ben superiore a quelle di oltreoceano.

Le SPACs si sono focalizzate su target operanti nei servizi finanziari, Oil&Gas, food, elettronico e metallifero con ricavi in media di 365 milioni di dollari (mediana 150 milioni di dollari) e mediamente in perdita. Le aziende target erano anche molto capitalizzate con un rapporto tra debito a lungo termine e patrimonio netto del 22%.

Analizzando le performance post *business combination*, le target registrano un peggioramento sia a livello di utile per azione che redditività delle attività. Non è possibile però determinare quando la crisi del 2008 e la crisi del debito sovrano in Europa abbiano influito su questi risultati.

Dividendo la vita della SPAC in tre periodi: dall'IPO all'annuncio, dall'annuncio al voto in assemblea, sei e dodici mesi in seguito alla *business combination*, Ignatyeva (2013)[17] analizza anche le performances dei titoli azionari. Nel primo periodo, i rendimenti delle SPACs ammontano al 0,6% (1,9% annualizzato) quindi, come un titolo con rischio zero e in linea con la letteratura americana. Il secondo periodo invece è caratterizzato da maggior volatilità, il ritorno degli investitori è del 3% (48% su base annualizzata) in linea con i risultati di Lewellen (2019). Il terzo

periodo registra rendimenti del -11% nei primi sei mesi e -14,4% nei dodici mesi dopo la *business combination*.

Concludendo, le SPACs europee confrontate con la letteratura delle SPACs americane hanno performato meglio.

## Capitolo 3

# ANALISI EMPIRICA DELLE SPACs EUROPEE

### 3.1 INTRODUZIONE

Nel seguente verrà svolta un'analisi empirica sulle SPACs europee con l'obiettivo di valutare le loro performance e confrontarle con le omonime americane.

La prima parte tratterà una serie di statistiche descrittive per contestualizzare le caratteristiche del fenomeno.

La seconda parte si concentrerà sullo studio del rendimento del titolo azionario al momento dell'annuncio della *business combination* attraverso l'utilizzo della metodologia dell'*event study* con successivi confronti dei risultati ottenuti.

La terza parte, sempre grazie all'utilizzo dell'*event study*, si focalizzerà sulle performance del titolo in diversi periodi in seguito alla *business combination* con relativo confronto.

L'ultima parte si concluderà invece, con lo studio delle performance delle società target.

## 3.2 STATISTICHE DESCRITTIVE

I Paesi presi in considerazione per l'analisi sono Regno Unito, Germania, Francia, Paesi Bassi e Italia trattati nel capitolo due i quali, hanno attirato più SPACs negli anni precedenti.

Il campione si compone delle SPACs che si sono quotate, nelle Borse dei Paesi elencati in precedenza, dal 2016 al 2021. Si è scelto il 2016 in quanto coincide con l'anno in cui si è svolto il referendum per l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea (Brexit) anche se l'uscita effettiva è avvenuta il primo febbraio 2020.

Scegliere il 2020 avrebbe significato ridurre considerevolmente il campione. Sono state escluse le SPACs che hanno emesso titoli di debito e quelle che hanno emesso titoli *follow on* ovvero in seguito all'IPO per l'acquisizione di altre società target. I dati sono stati estratti dalla piattaforma Refinitiv Eikon di Thomson Reuters.

Il campione è composto da un totale di 63 SPACs, la cui distribuzione temporale è indicata nella figura 3.1 dalla quale, emerge nuovamente una dimensione ridotta del fenomeno e un *exploit* nel 2021 con la quotazione di 30 SPACs. Dal 2016 al 2018 i Paesi che hanno visto la quotazione di più SPACs sono stati Italia e Regno Unito, più precisamente, in questi tre anni su 26 SPACs solo due hanno scelto come destinazione la Borsa Euronext di Amsterdam e Parigi.

Nella figura 3.2 si conferma la London Stock Exchange come prima destinazione delle SPACs seguita poi dalla Borsa di Amsterdam che in questi anni ha registrato un forte recupero in seguito alla Brexit grazie alla favorevole legislazione sia a livello societario che fiscale.

Analizzando le dimensioni della raccolta di capitale in fase di IPO, la Francia è il Paese in cui sono state lanciate le SPACs più grandi grazie anche alla notorietà dei promotori quali ad esempio la famiglia Pinault ed il fondatore di Iliad. Più contenute si rivelano essere le SPACs d'oltremania che registrano una raccolta media e mediana in fase di IPO minore rispetto a tutti gli altri Paesi.



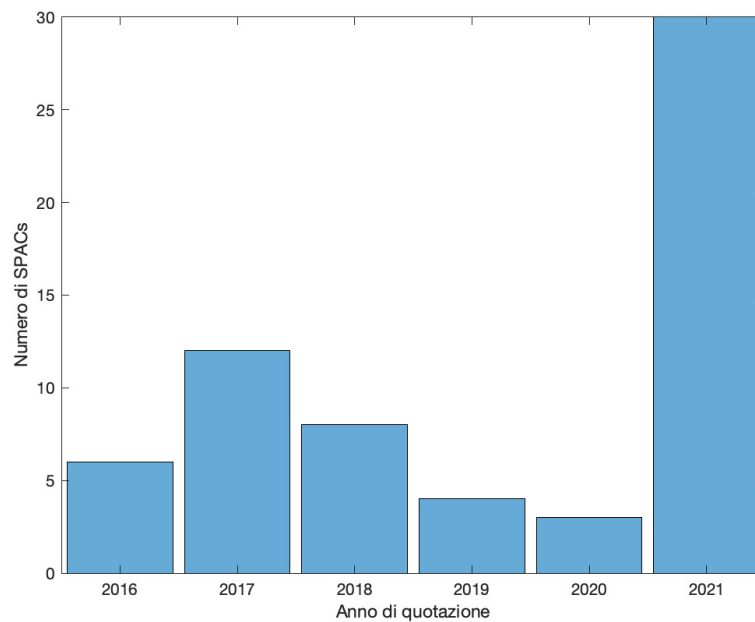


Figura 3.1: Distribuzione SPACs per anno di quotazione  
Fonte: elaborazione personale su dati Eikon

Le SPACs europee nel corso degli anni si sono ridimensionate, Ignatyeva (2013)[17] rileva una raccolta media di 489 milioni di dollari e una mediana di 275 milioni di dollari, ben superiori alla media e alla mediana del campione in analisi. Nonostante ciò, le SPACs europee superano dimensionalmente quelle americane, Cumming (2014)[7] osserva una media 133 milioni e mediana di 80 milioni di dollari.

Non tutte le SPACs del campione hanno completato la *business combination*, il dettaglio del loro stato di avanzamento è indicato nella tabella 3.2.

La percentuale di SPACs liquidate ammonta al 14% mentre Dimitrova (2017)[9], nel mercato americano, rileva una percentuale del 39%. Nonostante il campione sia relativamente piccolo, si evince già che in Europa c'è un approccio più pragmatico alla SPAC. I Paesi dove sono più frequenti le liquidazioni (8 su 9), per un totale di 600 milioni di dollari restituiti agli investitori, sono Italia e Gran Bretagna e risalgono agli anni 2017 e 2018.

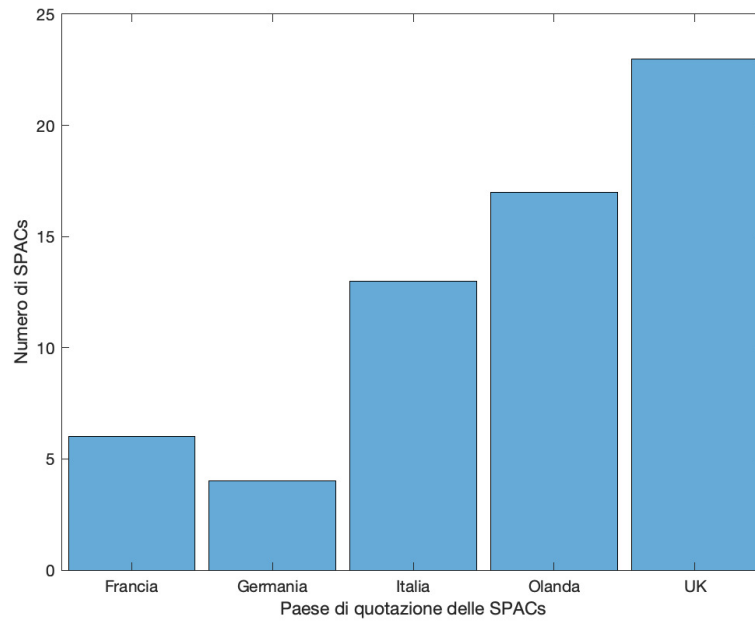


Figura 3.2: Distribuzione SPACs per Paese  
Fonte: elaborazione personale su dati Eikon

	Media	Mediana	N
Italia	241	169	13
Inghilterra	45	3	23
Paesi Bassi	270	226	17
Germania	278	286	4
Francia	285	289	6
Campione completo	184	169	63

Tabella 3.1: Raccolta media e mediana in fase di IPO per Paese espressa in milioni di dollari.

Il tempo impiegato per identificare e annunciare la società target è in media di 385 giorni, in linea con le SPACs americane che impiegano circa 13 mesi[9]. Kiesel (2022)[23] osserva 284 giorni di negoziazioni, considerando un mese composto da

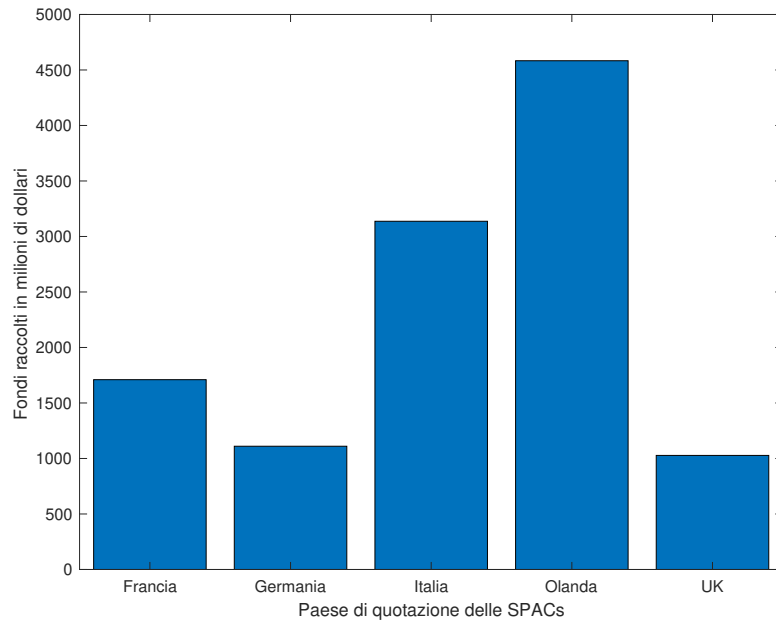


Figura 3.3: Fondi raccolti in fase di IPO per Paese  
 Fonte: elaborazione personale su dati Eikon

Stato	Numero SPAC
BC completata	32
BC annunciata	5
Fase di ricerca	17
Liquidate	9
Totale	63

Tabella 3.2: Stato delle SPACs incluse nel campione.  
 Fonte: elaborazione personale.

22 giorni di negoziazioni, anche in questo caso le SPACs europee impiegano pressoché lo stesso tempo. Si nota però che la media è influenzata dalle 20 SPACs inglesi che impiegano 498 giorni quando tutte le altre SPACs europee registrano una media di 300 giorni. I giorni tra l'annuncio e il completamento dell'operazione differiscono di poco, le SPACs americane registrano 153 giorni (Gahng (2022)[15]) contro i 131 di quelle europee.

	Media	Mediana	Numero
Giorni intercorsi tra IPO e annuncio	385	319	45
Giorni tra annuncio e data effettiva della business combination	131	118	32
Giorni intercorsi tra IPO e liquidazione	732	776	9

Tabella 3.3: Giorni medi e mediani intercorsi tra IPO, annuncio, *business combination* e liquidazione delle SPACs.

Non vi sono differenze tra la durata del periodo IPO e annuncio della *business combination* tra SPACs che hanno completato l'acquisizione (353 giorni) e le SPACs che sono state in seguito liquidate (350 giorni) ciò porta ad escludere l'ipotesi che la liquidazione sia stata determinata da una scelta frettolosa della società target. I mesi tra la data di IPO e di liquidazione ammontano a 24, delle SPACs liquidate, 8 avevano trovato la società target, quindi, si presume che la liquidazione sia avvenuta o causa della non approvazione in assemblea, dell'alto tasso di riscatto delle azioni.

Nella scelta della società target, figura 3.4, non si osserva un settore preponderante ove le SPACs si indirizzano. Utilizzando la classificazione settoriale fornita da Eikon, basata sui codici SIC, NAIC<sup>1</sup> e sulla descrizione generale dell'attività, il 22%

<sup>1</sup>I codici della *Standard Industrial Classification* (SIC) e del *North American Industrial Classification System* (NAICS) identificano l'attività principale di un'azienda. I codici SIC possono avere

si è indirizzata verso il settore finanziario (bancario ed assicurativo) il restante ha spaziato poi nel settore dell'alta tecnologia (software), sanitario (farmaceutico, biotecnologico), industriale (meccanico) e dei materiali (carta, minerario, chimico).

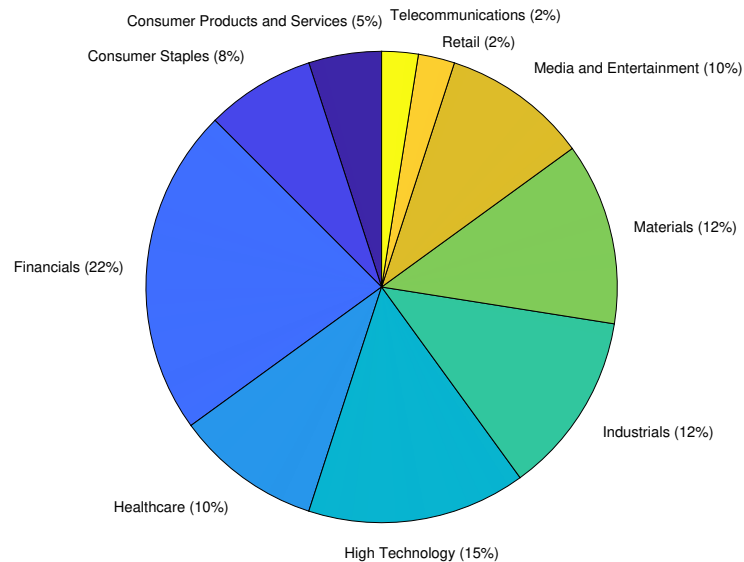


Figura 3.4: Settori delle società target.  
Fonte: elaborazione personale su dati Eikon

Si è proceduto poi all'analisi delle caratteristiche delle società target acquisite ed annunciate indipendentemente dall'esito dell'operazione. I dati sono stati estratti da più piattaforme, tra cui Eikon, Orbis, Aida, siti ufficiali delle società ed infine, dai comunicati stampa delle SPACs. Essendo stati raccolti manualmente, si è cercato di essere più accurati possibile, rimane comunque un possibile margine d'errore. Non per tutte è stato possibile trovare i dati in quanto trattasi di società private oppure non era disponibile il bilancio relativo all'anno precedente alla

---

fino a quattro cifre e i codici NAICS fino a sei cifre e forniscono un livello di dettaglio maggiore sull'attività di un'azienda rispetto ai codici SIC.

*business combination*. Dal campione sono state escluse le società operanti nel settore assicurativo e bancario poichè presentano un bilancio diverso rispetto alle società industriali.

Nella tabella 3.4 vengono indicati i principali dati bilancio quali ricavi, ebitda<sup>2</sup>, utile, totale attivo, patrimonio netto e posizione finanziaria netta (indica la differenza tra debiti finanziari e le disponibilità liquide) relativi all'anno precedente alla *business combination*.

Mediamente le società target sono di grandi dimensioni con ricavi pari a 268 milioni di dollari. La media però differisce molto dalla mediana perché vi è una società *outlier*, la FL Entertainment, con ricavi di quasi 4 miliardi di dollari che incide molto sul risultato medio ottenuto. Si osserva inoltre, che le società target delle SPACs inglesi hanno dimensioni minori, alcune con ricavi inferiori ai 10 milioni di dollari in quanto, una delle priorità del Governo britannico è quella di aumentare la competitività della Borsa di Londra incoraggiando le società a quotarsi nelle prime fasi del loro ciclo di vita.[34] Nonostante ciò, il campione è variegato, composto sia da aziende solide ma anche da start up quali ad esempio BenevolentAI attiva nella ricerca di farmaci grazie all'intelligenza artificiale oppure, Celadon Pharmaceuticals Plc che conduce ricerche sui cannabinoidi da utilizzare per malattie con dolori cronici quale la sclerosi multipla.

Sotto il profilo della marginalità, il 30% presenta un ebitda negativo ciò vuol dire che i ricavi non riescono a coprire i costi della gestione caratteristica, il restante delle società target presenta comunque una buona marginalità vista anche la media e la mediana di tale valore.

A livello patrimoniale, si osserva invece una sottocapitalizzazione delle stesse sia in media che mediana con un rapporto patrimonio netto e attivo inferiore in media al

---

<sup>2</sup> Acronimo Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation ovvero utile prima di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti.

30% e in mediana al 20%. Più precisamente, il 33,3% delle imprese presenta un rapporto patrimonio netto e totale attivo inferiore al 40% e il 24,2% presenta un patrimonio netto negativo.

Nonostante ciò, a livello finanziario solo il 12% delle imprese è in difficoltà poiché registrano sia un ebitda negativo sia una posizione finanziaria a debito. Per il restante 36% delle società target costituenti il campione, il debito rimane ancora sostenibile in quanto presentano un rapporto tra posizione finanziaria netta ed ebitda del 4,3x dunque, inferiore al benchmark di 5 o 6 anni.

Confrontando i risultati ottenuti con quelli di Ignatyeva (2013) si osserva che i promotori, negli ultimi anni, si sono indirizzati verso società target di dimensioni più ridotte sia a livello di ricavi che di valore dell'attivo. Oltre alle dimensioni più ridotte, si denota come ci si sia indirizzati anche verso società meno capitalizzate infatti, Ignatyeva (2013)[17] rileva un leverage calcolato come rapporto tra debito a lungo termine e patrimonio netto di 0,22.

A livello di ricavi, le società target predilette dalle SPACs americane registrano in media e mediana valori leggermente superiori a quelle europee ma con una media totale attivo tre volte tanto quello europeo e che è finanziato solo per il 37% da capitale di debito[1] a differenza delle target europee sottocapitalizzate.

Si è passati poi anche a una breve analisi della valutazione delle imprese target raccogliendo ove possibile l'enterprise value e l'equity value. L'enterprise value (EV) rappresenta il valore della società indipendentemente dalla struttura del capitale. L'equity value indica il valore della società per gli azionisti e per le società quotate coincide con la capitalizzazione di mercato cioè il prezzo dell'azione per il numero totale delle azioni in circolazione. Nel caso in cui uno dei due valori non fosse stato esplicitato si è provveduto al calcolo dello stesso nella seguente modalità: l'equity value è stato ottenuto dalla differenza tra l'enterprise value e la posizione finanziaria netta dell'azienda e viceversa invece, l'enterprise value dalla

	Media (milioni di dollari)	Mediana (milioni di dollari)	Nr osservazioni
Ricavi	286	108	33
Ebitda	25	7,7	
Utile	-4	-0,8	
Attivo	367	128	
Patrimonio netto	61	21	
PFN	95	-0,7	
P/Bookvalue	24x	5.4x	24
Enterprise Value/Ricavi	9,5x	2,1x	27
Enterprise value/Ebitda	29,6x	10,6x	22
Fondi raccolti/Equity Value	0,3	0,75	33

Tabella 3.4: Caratteristiche delle società target

Fonte: elaborazione propria su dati.

sommatoria tra l'equity value e posizione finanziaria netta.

Questi valori sono stati utilizzati per calcolare i multipli di mercato che rappresentano una delle tecniche più usate per la valutazione aziendale. I multipli esprimono il rapporto tra il valore di un'azienda e determinate grandezze del bilancio (per esempio: ricavi, ebitda, utile, patrimonio netto). Generalmente, per risalire al valore dell'azienda oggetto di interesse è necessario moltiplicare le grandezze di bilancio con i multipli delle imprese comparabili.

Nell'analisi in esame si è proceduto al calcolo di 3 multipli:

- EV/Ricavi: esprime il valore economico del capitale di un'impresa in relazione al proprio fatturato;
- EV/Ebitda: esprime il valore economico del capitale di un'impresa in relazione alla sua capacità di autofinanziamento, questo multiplo ha il vantaggio di non risentire delle politiche contabili adottate;



– P/Bookvalue: esprime il rapporto tra l'equity value e il patrimonio netto contabile.

Per determinare se le imprese sono state sopravvalutate o sottovalutate, i multipli vanno confrontati con quelli delle società simili nello stesso periodo temporale.

Essendo il campione costituito da imprese che hanno effettuato la *business combination* dal 2016 al 2022 in diversi Paesi europei e in settori diversi, si è proceduto al calcolo della media dei multipli di mercato europei nel periodo 2016-2020 resi disponibili da Damodaran, professore alla Stern School of Business all'Università di New York.

I valori medi ottenuti sono i seguenti: multiplo EV/Ricavi 1,67x, multiplo EV/Ebitda 10,5x e P/Bookvalue 2,1x.

Confrontando questi multipli di mercato con le valutazioni delle società target si nota immediatamente come si sia in presenza di una sopravvalutazione delle società del campione. L'unico valore in linea con i multipli di Damodaran è la mediana dell'EV/Ebitda pari a 10,6x. Il numero di osservazioni da multiplo a multiplo varia in quanto, non sono stati inseriti i multipli delle imprese target con patrimonio netto ed ebitda negativi. Non è stato calcolato il multiplo price/earnings in quanto le osservazioni si sarebbero ridotte notevolmente visto che il 48% delle società target era in perdita. Le medie dei multipli sono elevate anche a causa di alcune società target, come già annunciato prima, sono società in fase di start-up e di conseguenza i loro ricavi ed ebitda sono molto bassi.

Negli Stati Uniti d'America ad oggi non vi sono studi approfonditi relativi alle valutazioni delle società target. FTI Consulting<sup>3</sup>, analizzando 216 società target, evidenzia il drammatico spostamento verso l'alto dei multipli dei ricavi previsti dal 2016 al 2019, che vanno da una mediana di 2,6x a 3,8x, aumentando a 4,5x

---

<sup>3</sup><https://www.fticonsulting.com/insights/fti-journal/why-have-spac-valuations-skyrocketed>

all'inizio del 2020, per poi più che raddoppiare a 9,2x alla fine del 2020 e nel primo trimestre del 2021. A livello settoriale si osserva che il multiplo più basso è quello del settore consumo, mediana 3,3x, e il più alto è quello del settore spaziale che arriva a 40,1x. Dimitrova (2017)[9] ma anche Bai (2022)[1] analizzando l'indice Tobin's Q<sup>4</sup> osservano una sopravvalutazione delle società target che già un anno dopo la *business combination* si vedono diminuire il loro valore.

La sopravvalutazione delle società target la si può ricondurre alla problematica del conflitto d'interesse trattata nel primo capitolo. Pur di non liquidare la SPAC, i promotori sono disposti a pagare un prezzo maggiore così facendo il management della target è incentivato a concludere l'affare al fine di incassare i soldi. In ogni caso il pay-out dei promotori della SPAC sarà più elevato rispetto all'alternativa di liquidazione.

Le modalità della *business combination* sono diverse, per le SPACs che hanno completato la transazione e di cui si dispone del dato, seguendo la classificazione di Eikon:

- l'81,4% ha utilizzato la forma MERGER: operazione di fusione oppure di acquisto del 100% delle azioni di una società pubblica o privata;
- il 3,7% ha utilizzato la forma ACQUISITION OF MAJORITY INTEREST: l'acquirente deteneva meno del 50% ed ha acquisito il 50% o più, ma meno del 100% delle azioni della società target;
- il 7,4% ha utilizzato la forma ACQUISITION OF PARTIAL INTEREST: l'acquirente deteneva meno del 50% e ha cercato di acquisire meno del 50%, oppure l'acquirente deteneva più del 50% e ha cercato di ottenere meno del 100% delle azioni della società target;
- il 7,4% ha utilizzato la forma di ACQUISITION OF ASSETS: sono state

---

<sup>4</sup>Rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di sostituzione dell'attivo.

acquisite le attività della società target.

Nonostante la poca disponibilità di dati, giacchè l'11.5% delle SPACs abbia acquisito società dove già deteneva delle partecipazioni pone il problema del conflitto di interesse tra i promotori e gli investitori della SPAC affrontato nel primo capitolo per il contesto statunitense.

### 3.3 PERFORMANCE DEL TITOLO AL MOMENTO DELL'ANNUNCIO DELLA BC

Seguendo la letteratura indicata nel primo capitolo, la prima parte della ricerca consiste nell'analisi del rendimento del titolo azionario al momento dell'annuncio della *business combination* per valutare come il mercato ha reagito all'evento.

La metodologia applicata è quella dell'event study che ha l'obiettivo di misurare l'impatto di uno specifico evento sul valore della società. L'idea di base è che, data la razionalità del mercato, gli effetti di un evento si rifletteranno immediatamente sul prezzo del titolo.

La fase iniziale, nella conduzione di un event study, consiste nel definire l'evento di interesse e identificare il periodo, chiamato "*event window*" in cui verranno esaminati i prezzi dei titoli delle imprese coinvolte. E' consuetudine definire la finestra dell'evento più grande del momento analizzato così da cogliere anche i movimenti prima e dopo il periodo. MacKinlay (1997)[30]

Nell'event study condotto, il giorno zero è la data di annuncio della *business combination* che è la medesima riportata da Eikon alla voce "*announcement date*". Per l'*event window*, sono stati scelti 4 periodi: [-1, +3], [-1, +2], [-1, +1] e [-3, +3] così da poter confrontare i CAARs ottenuti con quelli di Kiesel (2022).

L'*estimation window*, avendo pochi mesi per alcune SPACs che intercorrevano tra IPO e annuncio, è stata fissata a 60 giorni prima del giorno zero. Di conseguenza, con un'*event window* [-1,+3] l'*estimation window* è di 59 giorni e nell'*event window* [-3, +3] è di 57 giorni. Anche se solitamente vengono scelte *estimation window* più ampie, la letteratura conferma che prima dell'annuncio i volumi di scambio delle azioni sono piuttosto contenuti[18] dunque, una finestra più piccola dovrebbe riuscire comunque a catturare la reazione del mercato.

La seconda fase consiste nell'identificazione dei criteri per l'inclusione di una determinata società nello studio. Il criterio adottato è stato quello di includere tutte le SPACs che hanno annunciato la *business combination* indipendentemente dal suo esito visto il ridotto numero del campione. Per le SPACs quotate nel Regno Unito, a causa della sospensione delle quotazioni del titolo al momento dell'annuncio, si è effettuato un event study a parte con quattro event windows: [-4, 0], [-3, 0], [-2, 0], [-1, 0].

La valutazione dell'impatto dell'evento richiede la misurazione del rendimento anomalo (AR, *abnormal return*) e la performance di prezzo di un titolo può essere considerata "anormale" solo rispetto a un determinato benchmark. Pertanto, è necessario specificare un modello che generi rendimenti "normali" prima di poter misurare i rendimenti anomali.[5]

Ci sono più metodi per risalire al rendimento normale tra cui il Market Model, il Market Adjusted Model e il Costant Return Model. Le capacità dei tre modelli di rilevare correttamente la presenza di performance anomale sono simili, anche se c'è una leggera preferenza per il Market Model. Sebbene, questa differenza sia statisticamente significativa, non sembra importante.[10]

Seguendo MacKinley (1997)[30], data la poca disponibilità di dati in quanto, non per tutte le SPACs si ha un periodo abbastanza lungo per poter stimare i parametri *beta* ed *alfa* del Market Model, si è utilizzato il Market Adjusted Model.

Le assunzioni alla base di questo modello sono *alfa* pari a zero e *beta* pari a 1 quindi, il titolo azionario ha lo stesso livello di rischio del portafoglio di mercato. Il rendimento anomalo è dato dalla differenza tra il rendimento dell'azione della SPAC e il rendimento del mercato di riferimento nel giorno  $t$ .

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3.1)$$

Dove  $R_{i,t}$  è il rendimento dell'azione  $i$  nel giorno  $t$  e  $R_{m,t}$  è il rendimento del mercato nel giorno  $t$ .

Per il calcolo del  $R_{i,t}$  si è proceduto al calcolo del rendimento su base giornaliera delle azioni ordinarie senza aggiustamenti per dividendi o frazionamenti.

Per il rendimento di mercato è prassi scegliere un indice, nel caso in analisi, trattandosi di società quotate nelle Borse europee, è stato scelto l'indice Stoxx 600 composto dalle 600 principali società per capitalizzazione di mercato europee e che rappresentano il 90% del mercato stesso. I prezzi dell'indice sono stati estratti dal database Eikon di Thomas Reuters.

Sommando i rendimenti anomali nei giorni dell'*event window* si ottiene il CAR (Cumulative abnormal return) dell'impresa  $i$ :

$$CAR_{i,(T_1,T_2)} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{i,t} \quad (3.2)$$

Dove  $T_1$  e  $T_2$  sono gli estremi dell'*event window*.

Considerando la media dei CAR di tutte le imprese del campione si ottiene la media dei rendimenti anomali cumulativi (CAAR) del campione.

$$CAAR_{(T_1,T_2)} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N CAR_{i,(T_1,T_2)} \quad (3.3)$$

Dove  $N$  è il numero di osservazioni.

E' stato inoltre, utilizzato il *t test* sui dati disponibili, in modo da verificare l'ipotesi nulla che il valore atteso del CAAR sia uguale a zero:

$$H_0 : E(\text{CAAR}) = 0$$

Qualora l'ipotesi nulla venisse accettata, si arriverebbe alla conclusione che l'evento non ha avuto impatto sui rendimenti e di conseguenza il mercato non ha reagito all'evento.

Event Window	CAAR (%)	CAR mediano (%)	t test
[-1, +1]	1.8345	1.1049	3.2294***
[-1, +2]	1.1365	0.7620	1.4311
[-1, +3]	1.1376	1.1907	1.3831
[-3, +3]	1.7593	0.8852	2.2416**

Tabella 3.5: CAARs del titolo al momento dell'annuncio della *business combination* per le SPACs quotate nei Paesi Bassi, Germania, Italia e Francia. \*, \*\* e \*\*\* indicano significatività statistica rispettivamente del 10%, 5% e 1%.

La tabella 3.5 riporta i rendimenti dei titoli azionari di 23 SPACs quotate nei Paesi Bassi, Germania, Francia e Italia e la tabella 3.6 di 17 SPACs nel Regno Unito.

I CAARs sono positivi per tutte le *event windows* prese in considerazione perciò il mercato ha reagito positivamente alla notizia e le SPACs hanno registrato rendimenti più elevati del benchmark individuato. Solo 4 *event windows* però sono significative statisticamente: [-2,0] e [-1,0] per le SPACs britanniche e [-1, +1] e [-3, +3] per quelle continentali. In queste *event windows* quindi, si rifiuta l'ipotesi nulla, in altre parole l'annuncio ha influito sui rendimenti. Se il mercato avesse percepito la *business combination* come distruttiva di valore, i CAARs sarebbero stati negativi a causa della diminuzione del prezzo delle azioni.

Event Window	CAAR (%)	CAR mediano (%)	t test
[-1,0]	2.2898	0.4216	1.8322*
[-2,0]	3.2803	0.9813	1.9854*
[-3,0]	2.1978	0.4183	1.4445
[-4,0]	2.0047	0.3979	1.3370

Tabella 3.6: CAARs del titolo al momento dell’annuncio della *business combination* per le SPACs quotate nel Regno Unito. \*, \*\* e \*\*\* indicano significatività statistica rispettivamente del 10%, 5% e 1%.

Confrontando i risultati ottenuti e significativi statisticamente con quelli di Kiesel (2022)[23], il quale riporta CAARs nell’*event window* [-1, +1] pari a +6,67%, le SPACs europee hanno registrato performances con una magnitudo inferiore.

Questo suggerisce che il mercato statunitense reagisce con maggiore positività ed entusiasmo all’annuncio rispetto a quello europeo. L’effetto dell’annuncio in Europa è temporalmente più prolungato, come si nota nella figura 3.5, questo potrebbe essere anche dato da una fuga di notizie prima dell’annuncio vero e proprio che fa registrare CAARs maggiori rispetto alla media dell’1% osservata da Dimitrova (2017)[9] nella finestra [-3, +3].

L’incremento del prezzo prima dell’annuncio può anche essere determinato dagli *insiders*, promotori, membri del consiglio di amministrazione, che acquistano le azioni pubbliche di conseguenza vi è un aumento di domanda e successivamente di prezzo. L’obiettivo di questa manovra è di ottenere più voti da poter esercitare nell’assemblea di approvazione della *business combination* ma anche a scoraggiare gli investitori pubblici dal riscattare le proprie azioni visto che l’importo pro quota che riceverebbero in cambio sarebbe inferiore al valore dell’azione.

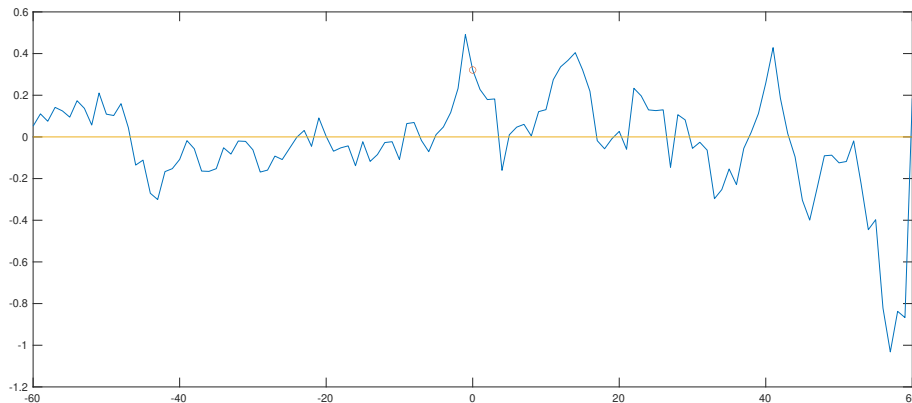


Figura 3.5: Media dei rendimenti anomali del titolo al momento dell’annuncio per le SPACs quotate nei Paesi Bassi, Germania, Francia e Italia.

Fonte: elaborazione personale

Non è stato possibile approfondire ulteriormente lo studio dei CAARs attraverso altre metodologie, ad esempio attraverso correlazioni e regressioni multivariate per stimare l’impatto delle variabili societarie sui rendimenti, a causa della bassa numerosità campionaria.

### 3.4 PERFORMANCE DELL TITOLO NEL LUNGO PERIODO

Per studiare l’andamento del titolo azionario nel lungo periodo si è applicata la metodologia del *buy and hold abnormal return* (BHAR). Mitchell e Stafford (2000)[31] definiscono i BHAR come il rendimento medio pluriennale di una strategia che prevede l’investimento in un’impresa alla fine di un evento e dopo un periodo prestabilito di detenzione vendono le azioni, rispetto a una strategia analoga che utilizza un’impresa simile ma non soggetta ad eventi.

L’evento stabilito in questa seconda parte è il giorno in cui è effettiva la *business*



*combination*. Il campione è composto da 25 imprese perchè sono state eliminate le imprese che in seguito la *business combination* hanno scelto una Borsa non europea, di alcune imprese inglesi non si disponevano dei dati in quanto pur effettuata la transazione non sono state ancora riammesse in Borsa e alcune hanno concluso la transazione da meno di tre mesi. Allontanandoci dalla data dell'evento la numerosità campionaria diminuisce.

Il BHAR dell'impresa  $i$  per il periodo  $t_2-t_1$  mesi, dove  $t_1$  è il giorno dell'evento e  $t_2$  l'ultimo giorno della finestra osservata, è calcolato come segue

$$\text{BHAR}_{i,(t_1,t_2)} = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{b,t}) \quad (3.4)$$

dove  $R_{i,t}$  e  $R_{b,t}$  sono i rendimenti mensili dell'impresa  $i$  per il mese  $t$  e il rendimento mensile dell'indice di riferimento per il mese  $t$ , rispettivamente.

L'indice scelto è nuovamente lo Stoxx 600.

I rendimenti mensili delle azioni sono calcolati prendendo in considerazione il prezzo di chiusura del primo giorno del mese che coincide con il giorno successivo alla data effettiva della *business combination* e il rispettivo prezzo di chiusura dell'ultimo giorno del mese. Anche in questo caso non si prendono in considerazione le distribuzioni di dividendi e i frazionamenti. E' poi calcolata la media aritmetica e mediana dei BHAR per ogni periodo individuato.

Nella tabella 3.7 vengono riepilogati i risultati ottenuti mediante il procedimento sopradescritto.

Già dopo 6 mesi dalla de-SPAC, la società target registra in media performance negative del -5,13% rispetto al mercato. Nei primi 24 mesi l'andamento del titolo in media assume la forma di una U rovesciata per poi assestarsi a un -6,83% dopo 24 mesi. Guardando invece le mediane con il passare del tempo il divario tra il rendimento del mercato e della società target diventa sempre più drammatico, raggiungendo dopo 2 anni il -23,9%.

Già dopo sei mesi dalla de-SPAC, le società target registrano in media performances negative rispetto al mercato di riferimento. Il declino però non si arresta e continua peggiorando fino ad arrivare al secondo anno dopo la *business combination* a sottoperformare il mercato di quasi il 30% e in mediana del 33,23%. I rendimenti negativi sono in linea con quelli di Ignatyeva (2013)[17] la quale osserva rendimenti non corretti per il mercato dopo sei mesi dalla transazione del -11% e dopo dodici mesi del -14,40%.

BHAR (mesi)	N	BHAR medio (%)	BHAR mediano (%)
3	25	10.89	-11.52
6	24	-5.13	-18.02
9	19	-8.89	-17.71
12	17	-17.64	-18.78
18	13	-19.21	-26.20
24	13	-29.46	-33.23

Tabella 3.7: BHAR delle SPACs a 3, 6, 12, 18 e 24 mesi dalla *business combination*

Per quanto queste performance possano essere sconfortanti per gli investitori delle SPACs europee, quelle oltreoceano registrano rendimenti ben più negativi: già dopo i sei mesi dalla *business combination* i rendimenti medi sono del -18,74%, Continuando ad osservare i valori di Kiesel (2022)[23] in mediana si passa da un -19,35% dei primi sei mesi a -37,35% dopo due anni dalla de-SPAC. I risultati di Dimitrova (2017)[9] sono ancora più impressionanti, il rendimento a 2 anni è in media del -57,7% e mediana del 65,8% mentre Gahng (2022)[15] rileva rendimenti

a un anno del -30,7%.

Questi risultati sono la riprova della sopravvalutazione delle società target descritta nel precedente paragrafo. Smaltito l'entusiasmo al momento dell'annuncio, gli investitori pubblici vedono anno dopo anno i loro titoli perdere sempre più valore.

### **3.5 PERFORMANCE DELLE SOCIETA' TARGET**

I rendimenti azionari del titolo possono essere spiegati in parte anche dalle performance operative delle società acquisite.

La tabella 3.8 riporta le variazioni di alcune voci di bilancio delle target più precisamente nella sezione A sono indicate la variazione tra il bilancio dell'anno dell'annuncio e quello relativo alla de-SPAC, la sezione B tra l'anno della de-SPAC e il primo anno ed infine, la sezione C tra il primo e il secondo anno post de-SPAC. Nel triennio considerato si osserva una continua crescita dei ricavi ma con una variazione di ebitda che è altalenante. Nell'anno della de-SPAC il valore diminuisce per poi incrementare in quello successivo e diminuire nuovamente nel secondo anno. A livello di posizione finanziaria netta invece si nota un miglioramento nell'anno della *business combination* grazie alle risorse apportate dalla SPAC. Nei due anni successivi si registra però un deterioramento di tale valore il che indica che la società si sta indebitando o che le risorse liquide stanno scarseggiando.

Sempre grazie alle risorse apportate dalla SPAC, si evidenzia un incremento notevole del patrimonio netto tant'è che le società target che avevano un patrimonio netto negativo, diventato positivo dopo la de-SPAC, hanno determinato l'importante variazione indicata nella Sezione A.

Per la precisione il 54% dei bilanci osservati è relativo al periodo post 2020 quindi, ha un' alta probabilità di essere stato influenzato dalla situazione pandemica e

dalla parziale ripresa del 2021 caratterizzata anche da un aumento generalizzato dei costi delle materie prime.

Guardando le valutazioni, i rendimenti dei titoli azionari e il trend delle società post *business combination* si può concludere che le società target non hanno pienamente soddisfatto le aspettative degli investitori.

N		Media (%)	Mediana (%)
Sezione A			
15	Ricavi	6	3
	Ebitda	-99	-19
	Utile	-50	27
	Patrimonio netto	264	88
	PFN	80	34
Sezione B			
13	Ricavi	48	18
	Ebitda	132	20
	Utile	40	24
	Patrimonio netto	24	1
	PFN	-8	-46
Sezione C			
9	Ricavi	18	8
	Ebitda	-10	-14
	Utile	-422	-32
	Patrimonio netto	25	-5
	PFN	-40	-7

Tabella 3.8: Performance economiche delle società target post de-SPAC

## Capitolo 4

# CONCLUSIONI

Le SPACs rappresentano oramai un nuovo strumento per la raccolta di capitale da parte delle società target ma anche una modalità alternativa di investimento per gli investitori avversi al rischio che grazie ai fondi depositati in un *escrow account*, al diritto di riscatto delle azioni e ai warrant riescono ad avere un'ampia flessibilità. Questa ampia flessibilità di cui godono si scontra però i forti conflitti d'interesse insiti nella struttura stessa della SPAC. La perseveranza a voler concludere l'operazione a qualsiasi costo da parte dei promotori ha portato investitori e società target a scontare ampi rendimenti negativi del titolo azionario ma anche performances non brillanti a livello operativo.

In Europa, non vi sono limiti particolari alla creazione di SPACs, il sistema legislativo societario permette la loro creazione nei Paesi Bassi, in Francia, in Italia e soprattutto in Lussemburgo. Svantaggiate per lo più sono il Regno Unito che in fase di annuncio della *business combination* sospende le quotazioni del titolo e la Germania che invece, non permette di replicare alcuni tratti tipici di questo veicolo quali ad esempio i warrant.

Nonostante ci si trovi in contesto economico e normativo diverso, l'importazione delle SPACs da oltreoceano ha implicato anche il trasferimento di tutte le

problematiche strutturali ad esse connesse. Per quanto nell'ultimo periodo si stia cercando di regolamentare di più questo veicolo sembra che l'esperienza americana ma soprattutto la letteratura sia servita a ben poco.

Le SPACs europee nel lungo periodo hanno sottoperformato il mercato anche se con una magnitudo inferiore alle SPACs statunitensi. Complice di questo esito è la sopravvalutazione delle società target con cui è stata effettuata la *business combination* le quali, in seguito hanno mediamente registrato una crescita altalenante e risultati operativi che non hanno superato le aspettative degli investitori.

Il panorama europeo, anche se in prima battuta non sembra strettamente migliore di quello americano, è in continua evoluzione e necessita di ulteriori studi più approfonditi prima di poter trarre conclusioni definitive.

Ulteriori ricerche, ad esempio, dovrebbero essere condotte sul rendimento dei warrant, dei promotori, dei PIPE, sull'impatto della diluizione, sulla remunerazione degli organi amministrativi.

Il 2021, caratterizzato da diverse politiche espansive, ha favorito appunto i picchi di SPACs ma lo scenario economico è cambiato radicalmente nel giro di pochi mesi a causa della guerra in Ucraina, dell'inflazione, dell'aumento dei tassi d'interesse. Soprattutto questi ultimi due punti influenzeranno in negativo la valutazione delle società target e la loro proprietà sarà meno incentivata alla vendita in attesa di tempi migliori. Dall'altro lato, le SPACs non hanno un tempo di vita illimitato, di conseguenza, se non trovassero una target dovrebbero restituire i soldi agli investitori.

Dal 2020 si sono quotate in Europa 66 SPACs, 13 di queste hanno trovato la società target e solo 8 hanno completato la transazione, riporta il Financial Times il 28 di giugno 2022. Viste le prospettive economiche e il mercato delle SPACs negli Stati Uniti, non resta che rimanere in attesa dello scoppio della bolla anche in Europa.

# Bibliografia

- [1] Jessica Bai, Angela Ma e Miles Zheng. «Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPAC». In: *Entrepreneurship & Finance eJournal* (gen. 2021). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>.
- [2] Robert Berger. «SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets». In: *Journal of Applied Corporate Finance* 20.3 (2008), pp. 68–75. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00194.x>.
- [3] Magnus Blomkvist, Giacomo Nocera e Milos Vulanovic. «Who are the SPAC CEOs?» In: *SSRN Electronic Journal* (dic. 2021). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3803665>.
- [4] Magnus Blomkvist e Milos Vulanovic. «SPAC IPO waves». In: *Economics Letters* 197 (2020), p. 109645. ISSN: 0165-1765. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109645>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165176520304055>.
- [5] Stephen Brown e Jerold B. Warner. «Measuring security price performance». In: *Journal of Financial Economics* 8.3 (1980), pp. 205–258. URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:8:y:1980:i:3:p:205-258>.
- [6] John C. Coates. «SPAC Law and Myths». In: *SSRN Electronic Journal* (feb. 2022). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>.



- 
- [7] Douglas Cumming, Lars Helge Haß e Denis Schweizer. «The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs». In: *Journal of Banking & Finance* 47 (2014), pp. 198–213. ISSN: 0378-4266. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.003>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426614002489>.
- [8] Daniele D’Alvia. «SPAC: A Comparative Study Under US, Asia and Italian Corporate Framework. Soft Law vs. Hard Law.» In: *SSRN Electronic Journal* (ago. 2014). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2476867>.
- [9] Lora Dimitrova. «Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”». In: *Journal of Accounting and Economics* 63.1 (2017), pp. 99–120. ISSN: 0165-4101. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.10.003>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410116300660>.
- [10] Thomas Dyckman, Donna Philbrick e Jens Stephan. «A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach». In: *Journal of Accounting Research* 22 (1984), pp. 1–30. ISSN: 00218456, 1475679X. URL: <http://www.jstor.org/stable/2490855>.
- [11] David N. Feldman. *Regulation A+ and Other Alternatives to a Traditional IPO: Financing Your Growth Business Following the Jobs Act*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2018.
- [12] A. Ferretti R. Castelli. «Le Special Purpose Acquisition Companies (Spac): un fenomeno in crescita». In: *BANCARIA* ISSN 0005-4623. - 7/8 (2021), pp. 56–73.
- [13] Hunter Fortney. «SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications». In: *SSRN Electronic Journal*

- (2021). DOI: [10.2139/ssrn.3911337](https://doi.org/10.2139/ssrn.3911337). URL: <https://doi.org/10.2139%2Fssrn.3911337>.
- [14] M. Fumagalli. *Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*. Egea, 2014.
- [15] Minmo Gahng, Jay Ritter e Donghang Zhang. «SPACs». In: *SSRN Electronic Journal* (gen. 2021). DOI: [10.2139/ssrn.3775847](https://doi.org/10.2139/ssrn.3775847).
- [16] Lola Hale. «SPAC: A financing tool with something for everyone». In: *Journal of Corporate Accounting & Finance* 18 (gen. 2007), pp. 67–74. DOI: [10.1002/jcaf.20278](https://doi.org/10.1002/jcaf.20278).
- [17] Elena Ignatyeva, Christian Rauch e Mark Wahrenburg. «Analyzing European SPACs». In: *The Journal of Private Equity* 17.1 (2013), pp. 64–79. ISSN: 10965572, 21688508. URL: <http://www.jstor.org/stable/43503786> (visitato il 20/09/2022).
- [18] Tim Jenkinson e Miguel Sousa. «Why SPAC Investors Should Listen to the Market». In: *SSRN Electronic Journal* (gen. 2009). DOI: [10.2139/ssrn.1341771](https://doi.org/10.2139/ssrn.1341771).
- [19] C.F.C. Sutherland en J.S. Kalisvaart. «Een korte geschiedenis van de SPAC en de ontwikkeling van haar karakteristieken». In: *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 3 (2022).
- [20] J.G. Klijsma & N. Engbers J.W. Hoevers. «Analysis of the active 2019/2021 IPO season». In: *Ondernemingsrecht* 2021.96 (2021), pp. 589–600.
- [21] Jelmer Kalisvaart. «Redemption rights at SPACs». In: *Financial Investigator* (2021).
- [22] H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra. «De SPAC (special purpose acquisition company)». In: *Ondernemingsrecht* 2020.143 (2020), p. 795.

- [23] Florian Kiesel et al. «SPAC merger announcement returns and subsequent performance». In: *European Financial Management* n/a.n/a (). DOI: <https://doi.org/10.1111/eufm.12366>. eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/eufm.12366>. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/eufm.12366>.
- [24] Michael D. Klausner e Michael Ohlrogge. «Is SPAC Sponsor Compensation Evolving? A Sober Look at Earnouts». In: *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 567, NYU Law and Economics Research Paper No. 22-10* (2022). DOI: [10.2139/ssrn.4022611](https://ssrn.com/abstract=4022611). URL: <https://ssrn.com/abstract=4022611>.
- [25] Michael D. Klausner, Michael Ohlrogge e Emily Ruan. «A Sober Look at SPACs». In: *Yale Journal on Regulation, 2022, Volume 39, Issue 1., Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 559, NYU Law and Economics Research Paper No. 20-48, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 746/2021* (dic. 2021). DOI: [10.2139/ssrn.3720919](https://ssrn.com/abstract=3720919).
- [26] Milan Lakicevic e Milos Vulcanovic. «A story on SPACs». In: *Managerial Finance* 39.4 (mar. 2013), pp. 384–403. URL: <https://ideas.repec.org/a/eme/mfipps/v39y2013i4p384-403.html>.
- [27] Ramey Layne e Brenda Lenahan. *Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction*. HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE. 2018. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>.
- [28] Stefan Lewellen. «SPACs as an Asset Class». In: *SSRN Electronic Journal* (mar. 2009). DOI: [10.2139/ssrn.1284999](https://ssrn.com/abstract=1284999).

- [29] Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. *SPAC Momentum Continues in Europe with Further Listings in Amsterdam and Frankfurt and Reform in London*. 2021. URL: [www.freshfields.com](http://www.freshfields.com).
- [30] A. Craig MacKinlay. «Event Studies in Economics and Finance». In: *Journal of Economic Literature* 35.1 (1997), pp. 13–39. ISSN: 00220515. URL: <http://www.jstor.org/stable/2729691> (visitato il 22/09/2022).
- [31] Mark L. Mitchell e Erik Stafford. «Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance». In: *The Journal of Business* 73.3 (2000), pp. 287–329. URL: <http://www.jstor.org/stable/10.1086/209645>.
- [32] Neal Newman e Lawrence J. Trautman. «Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC». In: *University of Pennsylvania Journal of Business Law, Forthcoming, Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 21-49*, Available at SSRN (ago. 2021). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905372>.
- [33] Arianna Paoletti. «Le 'Special Purpose Acquisition Companies'(SPAC)». In: *Rivista di diritto societario* 4 (2017), pp. 1145–1166.
- [34] Bobby V. Reddy. «Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street». In: *Journal of Corporate Law Studies* 0.0 (2022), pp. 1–44. DOI: [10.1080/14735970.2022.2036413](https://doi.org/10.1080/14735970.2022.2036413).
- [35] Daniel S. Riemer. «Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?» In: *85 Wash. U. L. Rev.* 931 (2007). URL: [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol85/iss4/5](https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5).
- [36] Patrizia Riva e Roberta Provasi. «Evidence of the Italian special purpose acquisition company». In: *Corporate Ownership and Control* 16 (lug. 2019), p. 66. DOI: [10.22495/cocv16i4art6](https://doi.org/10.22495/cocv16i4art6).

- [37] Brandon Schumacher. «A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia». In: *Northwestern Journal of International Law & Business* (2020), p. 391.
- [38] Yochanan Shachmurove e Milos Vulcanovic. «Spac IPOs». In: *Oxford Handbook of IPOs*. A cura di Douglas Cumming e Sofia Johan. Oxford: Oxford University Press, 2017. Cap. 11, pp. 301–328.
- [39] J.S. Straaten M.; Polderman. «SPACs: een alternatief in zware beurstijden?» In: *Vennootschap & Onderneming* 1 (2009), pp. 1–4.
- [40] Partner of Sullivan & Cromwell Mr Olivier de Vilmorin. *PARIS: FRONTLINE FINANCIAL CENTRE FOR SPACS*. 2021. URL: [www.leclubdesjuristes.com](http://www.leclubdesjuristes.com).
- [41] Milos Vulcanovic. «SPACs: Post-merger survival». In: *Managerial Finance* (giu. 2016). DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2798048>.
- [42] Latham & Watkins. *AFME's European SPACs: Guide to Regulatory Obligations*. 2022. URL: <http://www.afme.eu/en/>.

# Sitografia

<https://www.spencerstuart.com> <https://www.nasdaq.com>  
<https://www.cbinsights.com/research/SPAC-pros-cons/>  
<https://www.forbes.com/advisor/investing/crsp/>  
<https://theaccountingjournal.com/usa>  
<https://www.SPACresearch.com/symbol>  
[www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-07-12/](http://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-07-12/)  
[www2.deloitte.com/xe/en/insights](http://www2.deloitte.com/xe/en/insights)  
<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html#D128521>  
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti2>  
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti1>  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-18>  
<https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/>  
<https://www.legifrance.gouv.fr/codes/>  
<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/>  
<https://beck-online.beck.de/Bcid/Y-300-Z-NZG-B-2021-S-909-N-1>  
<https://beck-online.beck.de/Bcid/Y-300-Z-BKR-B-2021-S-26-N-1>  
<https://www.bourse.lu/legislation> <https://www.fticonsulting.com/insights/fti-journal/why-have-spac-valuations-skyrocketed>