



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E**  
**DIREZIONE AZIENDALE**

**TESI DI LAUREA**

**"LE SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES (SPACs):**  
**L'ESPERIENZA ITALIANA"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Fabio Buttignon**

**LAUREANDA: Laura Guidolin**

**MATRICOLA N. 1056550**

**ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015**



Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.  
Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

---



<b>Introduzione.....</b>	<b>7</b>
<b>CAPITOLO 1: NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC.....</b>	<b>9</b>
1.1 Introduzione.....	9
1.2 La blank check company e la Rule 419.....	10
1.3 Il funzionamento della SPAC.....	14
1.4 Gli attori.....	16
1.4.1 I soci promotori.....	16
1.4.2 L'intermediario.....	18
1.4.3 Gli investitori.....	19
1.4.4 La società target.....	21
1.5 La performance della SPAC nel mercato statunitense.....	22
1.5.1 La letteratura di riferimento.....	26
<b>CAPITOLO 2: L'INTRODUZIONE DELLA SPAC IN ITALIA.....</b>	<b>35</b>
2.1 Il contesto economico italiano.....	35
2.2 La raccolta del capitale di rischio.....	37
2.3 L'adeguamento alla normativa italiana: aspetti giuridici.....	40
2.4 Il mercato di riferimento.....	42
2.4.1 Il MIV.....	43
2.4.2 L'AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale.....	45
<b>CAPITOLO 3: ANALISI DELLE SPAC IN ITALIA.....</b>	<b>49</b>
3.1 Panorama sulle SPAC in Italia.....	49
3.2 La quota degli investitori.....	53
3.3 La remunerazione dei promotori.....	57
3.4 Ipo Challenger.....	62

<b>CAPITOLO 4: LA BUSINESS COMBINATION.....</b>	<b>65</b>
4.1 Introduzione.....	65
4.2 Il caso Ipo Challenger - IWB.....	65
4.2.1 Le società target.....	65
4.2.2 L'accordo.....	69
4.3 Il caso Space - F.I.L.A.....	73
4.3.1 La società target.....	73
4.3.2 L'accordo.....	75
<b>Conclusioni.....</b>	<b>79</b>
<b>Riferimenti bibliografici.....</b>	<b>83</b>

# Introduzione

La Special Purpose Acquisition Company (SPAC) è un veicolo d'investimento appositamente creato per raccogliere fondi presso il mercato azionario al fine di realizzare un'operazione di acquisizione o fusione con una società operativa, non quotata. Lo scopo ultimo perseguito della SPAC è, quindi, l'individuazione di una società target da portare in borsa. Nato negli Stati Uniti, questo strumento è stato recentemente introdotto anche in Italia, con i primi positivi esempi.

La presente tesi analizza il funzionamento della SPAC e indaga i meccanismi che regolano i rapporti tra i soggetti coinvolti (promotori, investitori e società target) al fine di comprendere ciò che questo strumento ha da offrire ad ognuno di essi. In particolare, si vuole valutare se la SPAC sia in grado di favorire la crescita di interessanti realtà aziendali e garantire, allo stesso tempo, ritorni adeguati all'investitore.



# CAPITOLO 1

## NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC

### 1.1 Introduzione

La Special Purpose Acquisition Company (SPAC) è un veicolo d'investimento che viene quotato nei mercati mobiliari per raccogliere fondi al fine di acquisire una società operativa non quotata. La SPAC è quindi una “società vuota”, senza veri e propri asset operativi, creata ad hoc per raccogliere capitale presso il mercato azionario con un unico e temporaneo scopo: quello di individuare una società operativa e non quotata da acquisire. Quando ciò accade, la SPAC viene incorporata nella società target attraverso una fusione inversa (reverse merger) e cessa di esistere oppure viene effettuata un'operazione di acquisizione od altra business combination che modifica l'oggetto sociale della SPAC, trasformandola in società operativa. La finalità perseguita da questo tipo di strumento è perciò di carattere meramente finanziario. La SPAC nasce dalle “blank check companies”, società che iniziarono ad operare sul mercato dei capitali statunitense all'inizio degli anni ottanta del secolo scorso, in un periodo caratterizzato da una vera e propria parabola ascendente della finanza speculativa (Chiomenti, Graffi, 2010, 446). Queste società, a differenza della SPAC, operavano nei mercati non regolamentati (over-the-counter) e si prestavano spesso ad utilizzi fraudolenti, per cui divennero oggetto di restrizioni legislative. Venne infatti introdotta agli inizi degli anni novanta una riforma che riuscì sostanzialmente a bloccare l'utilizzo delle blank check companies.

Lo sviluppo della SPAC va inquadrato proprio negli anni immediatamente successivi, ad opera di Nussbaum e del suo gruppo di legali presso la Early Bird Capital, società di intermediazione finanziaria specializzata nell'investment banking. Lo scopo prioritario fu quello di creare uno strumento che sfuggisse all'applicazione di tale normativa ma che, allo stesso tempo, garantisse adeguata protezione all'investitore al duplice scopo di ricevere l'approvazione dell'ente preposto alla vigilanza dei mercati azionari e di suscitare l'interesse del mercato. Vedremo infatti che la struttura della SPAC rispecchia le restrizioni imposte dalla riforma anche se tecnicamente ne è esentata. Tra il 1993 e il 1994, Nussbaum e il suo team lanciarono 13 SPAC, 12 delle quali completarono con successo l'acquisizione (Riemer, 2007,

931). La definitiva affermazione della SPAC sul mercato statunitense arrivò a partire dal 2003 quando, a causa della situazione congiunturale del paese, le piccole società faticavano a raccogliere fondi sul mercato mobiliare. La SPAC diventò così uno strumento alternativo per la quotazione, complementare ai tradizionali IPO. Tuttavia, anche per l'investitore la SPAC si dimostrò un valido ed innovativo veicolo d'investimento, con un orizzonte temporale limitato, adeguate garanzie a protezione del capitale e con aspettative di profitto potenzialmente buone. In questo primo capitolo approfondiremo l'esperienza statunitense, partendo dal quadro storico di riferimento entro il quale si sono sviluppate le blank check companies e delineando i caratteri salienti della riforma che ne ha trasformato il volto. Analizzeremo, poi, nel dettaglio la struttura della SPAC per evidenziare gli aspetti tecnici comuni alla riforma a tutela dell'investitore e per capirne il funzionamento, la circolazione dei titoli, il rapporto tra gli attori coinvolti. Infine ci addentreremo nella letteratura di riferimento che indaga l'andamento della SPAC nel mercato statunitense, per vedere come tale strumento sia stato utilizzato, le performance ottenute e le critiche registrate.

## **1.2 La blank check company e la Rule 419**

La Securities and Exchange Commission (SEC), ente federale statunitense preposto alla vigilanza del mercato mobiliare, identifica con il termine di blank check company una società a qualsiasi stadio evolutivo che emette "penny stocks" e che non ha uno specifico business plan o scopo, ovvero che il suo business plan è quello di fondersi o di acquisire una o più società non ancora identificate (definizione presente al paragrafo 7 del Securities Act del 1933).

Le penny stocks sono azioni con valore nominale non superiore a 5 dollari, quotate in mercati secondari appositamente creati per le società a bassa capitalizzazione, le cui attività tangibili nette non vanno oltre i 5 milioni di dollari. Questo tipo di mercati, definiti over the counter, non erano in passato soggetti ad una specifica disciplina e i titoli e gli operatori ammessi non necessitavano della preventiva autorizzazione della SEC. Le azioni venivano scambiate direttamente tra due parti e il prezzo si basava sull'incontro tra domanda e offerta. L'assenza di un listino prezzi, di un organismo centrale di compensazione, di regole per lo svolgimento della contrattazione e la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili permetteva una forte oscillazione del prezzo. Per questo motivo nel mercato non regolamentato l'investimento risultava essere più rischioso e con un grado di liquidità generalmente inferiore a quello dei mercati regolamentati, prestandosi così ad un utilizzo più speculativo.

L'assenza di trasparenza creò le condizioni, negli anni ottanta, per il diffondersi di pratiche illecite di manipolazione del valore. Negli Stati Uniti tra il 1987 e il 1990 vi erano approssimativamente 2.700 offerte del tipo blank check per un aggregato di 9,59 miliardi di dollari. Non è chiaro quanto di questa somma fu effettivamente raccolta o usata per acquistare nuove società, ma le frodi divennero dilaganti dovendo i promotori solo svelare che la società non aveva attività ma sperava di costruire un business attraverso una fusione od acquisizione (Rader, de Burca, 2006, 2). Per porre fine a questi abusi il Congresso, attraverso un emendamento del Securities Act del 1933, diede potere alla SEC di regolamentare le blank check companies e di fissare dei requisiti per la divulgazione dell'offerta pubblica iniziale (IPO), per limitare l'uso dei proventi derivanti dalla sottoscrizione, per regolare l'emissione dei titoli e per dare il diritto di recesso agli azionisti. Nel 1992 venne così introdotta la Rule 419, regolamento che si applicava a tutte le società che avevano le caratteristiche di blank check company e che quotavano a meno di 5 dollari o che avessero una capitalizzazione inferiore ai 5 milioni di dollari.

Le novità introdotte possono essere così sintetizzate:

- Venne fatto obbligo di depositare almeno 80% dei proventi netti raccolti in fase di sottoscrizione pubblica iniziale in un conto fiduciario di garanzia, indisponibile fino all'acquisizione della società target. Le somme depositate potevano essere investite in obbligazioni governative e fondi monetari a basso rischio. Il restante 20% dei proventi netti raccolti restava a disposizione degli amministratori della blank check company per coprire le spese di gestione corrente e i costi relativi all'individuazione della società target.
- I titoli emessi in fase di sottoscrizione non potevano circolare fino al completamento dell'acquisizione. Gli eventuali warrant ad essi collegati erano liberamente esercitabili da subito, fino a scadenza.
- Il valore della società target (il maggiore tra fair value e somma degli asset netti) doveva essere pari almeno all'80% dei proventi netti derivanti dall'IPO.
- In fase di sottoscrizione gli amministratori della blank check company erano tenuti a compilare il prospetto di collocamento (registration statement) con i termini dell'offerta. Successivamente, quando veniva individuata la società target, il modulo andava aggiornato con la situazione patrimoniale di quest'ultima. Un'ulteriore modifica del prospetto si rendeva necessaria quando l'acquisizione veniva portata a termine. In questo caso gli amministratori erano tenuti ad informare gli investitori dell'accordo raggiunto ed essi avevano dai 20 ai 45 giorni per dichiarare se intendevano rimanere soci o meno. Chi

sceglieva di recedere dalla società aveva diritto alla restituzione della quota e degli interessi da questa maturati, meno le spese (commissioni di sottoscrizione e competenze dell'intermediario).

- La mancata realizzazione dell'affare entro il termine di 18 mesi dall'avvio della quotazione determinava lo scioglimento della società e la restituzione ai soci, pro quota, dei proventi depositati nel conto vincolato.

L'insieme di questi requisiti resero praticamente impossibile il completamento di un'acquisizione da parte delle blank check companies. In particolare, visto che gli azionisti esercitavano il diritto di recesso una volta che l'acquisizione era stata annunciata, gli amministratori non potevano sapere esattamente quanto capitale fosse disponibile finché non fosse scaduto il termine per il recesso (Riemer, 2007, 931). Non potendo avere la certezza che i proventi netti da sottoscrizione sarebbero stati tutti disponibili per l'acquisizione diventava pressoché impossibile qualsiasi trattativa con la società target.

La società di intermediazione finanziaria di Nussbaum, già attiva nel mondo delle blank check companies, decise di ovviare a questa impasse creando un nuovo veicolo d'investimento che non rientrasse nell'applicazione di tale normativa ma che incorporasse volontariamente nei termini dell'offerta una serie di previsioni sul prototipo della Rule 419 affinché ne ricevesse il giudizio positivo della SEC. Nel 1992 nacque così il primo esempio di SPAC.

Naturalmente il modo più veloce per evitare la Rule 419 fu quello di superarne i limiti quantitativi: l'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione della SPAC puntava a raccogliere un importo superiore ai 5 milioni di dollari e il prezzo delle azioni veniva fissato oltre i 5 dollari. Se nei primi esempi di SPAC il capitale raccolto in fase di sottoscrizione ammontava mediamente tra i 20 e i 40 milioni di dollari nei più recenti IPO condotti da SPAC si è superata la cifra di 1 miliardo di dollari di fondi raccolti.

Pensando, però, che ciò non bastasse a superare i controlli della SEC, la SPAC è stata dotata di una serie di specifiche sulla falsa riga della blank check company post riforma.

Anzitutto anche per la SPAC esiste l'obbligo di depositare in un conto fiduciario vincolato almeno l'80% dei proventi netti raccolti in fase di sottoscrizione, anche se spesso si raggiungono percentuali più alte (generalmente tra il 97-98%). L'ammontare depositato può essere investito solo in obbligazioni a breve termine emesse dal governo federale, restringendo le possibilità d'investimento offerte dalla Rule 419.

Il valore della società target deve corrispondere ad almeno l'80% degli asset netti posseduti dalla SPAC al momento in cui viene proposta l'acquisizione, escludendo i fondi usati per il

capitale circolante, i ricavi da investimento ed altre fluttuazioni in valuta.

Anche la SPAC deve concludere l'acquisizione entro 18 mesi. Questo termine, però, può essere allungato di 6 mesi qualora sia stata presentata alla SEC una lettera d'intenti per una futura acquisizione, sottoscritta con la società target. Se, però, non si arriva all'acquisizione entro 24 mesi la SPAC cessa di esistere e i soci vanno liquidati. Con l'andare del tempo, tuttavia, la distinzione tra questi due periodi è venuta meno e le più recenti linee guida fissano un totale di 24 mesi per raggiungere lo scopo (Cumming, Hass, Schweiser, 2014, 198).

Contrariamente con quanto stabilito dalla Rule 419 gli azionisti della SPAC sono chiamati a votare l'operazione di acquisizione. Per l'approvazione devono essere rispettate due condizioni: la maggioranza dei soci deve votare a favore dell'operazione e i soci che decidono di recedere dalla società non devono superare una certa soglia, fissata dalla SPAC nel prospetto di collocamento.

Altra differenza con la Rule 419 riguarda la circolazione dei titoli. Per risultare uno strumento interessante anche agli occhi degli investitori istituzionali si è disposto che le azioni e i warrant possano circolare separatamente. La negoziazione delle azioni può iniziare fin dalla loro quotazione mentre quella dei warrant dopo che sia trascorso un certo periodo di tempo, fissato in statuto. I warrant, però, possono essere esercitati solo al completamento dell'operazione di acquisizione e comunque dopo che sia trascorso un anno dalla loro emissione. Con questa norma si garantisce che la frazione del capitale sociale posseduta da ciascun socio rimanga invariata fino al completamento dell'acquisizione.

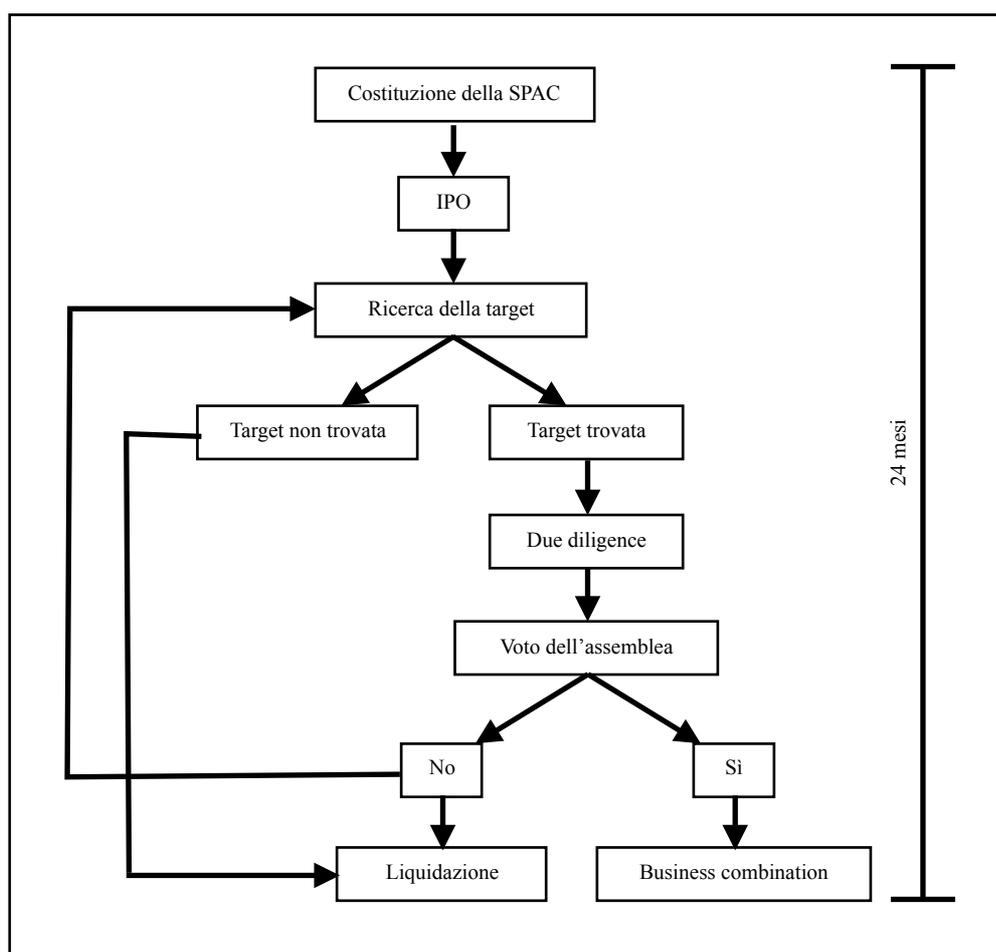
Malgrado i primi positivi esempi di SPAC realizzati da Nussbaum, questo strumento inizialmente non riscosse un grande successo. Negli anni novanta il mercato mobiliare era in un periodo di euforia ed anche le piccole società riuscivano facilmente a raccogliere fondi attraverso l'IPO. Le cose cambiarono a partire dal 2003 quando, con lo scoppio della bolla di internet, ci fu una brusca frenata all'investimento in borsa e le opportunità per le piccole aziende si ridussero drasticamente. Parallelamente si registrò una costante crescita delle SPAC, sia in termini assoluti che in confronto agli altri strumenti per la quotazione: se nel 2004 furono avviate 12 SPAC che contavano per il 5,2% sul totale degli IPO realizzati, solo tre anni dopo le nuove SPAC furono 66 con un peso sul numero complessivo degli IPO conclusi pari al 26,6%. Approfondiremo questi dati nel proseguo del capitolo.

La SPAC sembra, perciò, trovare spazio in periodi caratterizzati da condizioni congiunturali critiche con riferimento al mercato IPO e M&A facendo normalmente seguito a shock economici settoriali che portano le imprese ad avere esigenze di ricambi manageriali

(Mengoli, Di Maggio, 2009, 86). Più in generale la SPAC aumenta le opportunità di quotazione rendendo più semplice e meno oneroso l'accesso al mercato dei capitali da parte della società target.

### 1.3 Il funzionamento della SPAC

Il ciclo di vita della SPAC è caratterizzato dalle seguenti fasi: quotazione, ricerca della società target, negoziazione dell'accordo, votazione dell'assemblea dei soci e perfezionamento della business combination (figura 1).



**Figura 1: Ciclo di vita della SPAC.**

Per iniziare il processo di quotazione i soci promotori della SPAC (sponsor) sono tenuti a compilare un prospetto di collocamento, in conformità con il modulo S-1 della SEC, in cui la società va classificata come blank check company (codice di settore 6770). Con questo tipo di classificazione si afferma che gli sponsor non hanno ancora considerato alcuna acquisizione e non hanno intrattenuto conversazioni con nessuno circa una potenziale transazione (Berger, 2008, 70). Nel prospetto di collocamento vanno indicati gli amministratori, le caratteristiche

dei titoli emessi, il settore e l'area geografica in cui la SPAC intende operare (se già individuati) e i criteri da utilizzare per l'identificazione della società target. L'investitore va poi informato dei rischi che tipicamente vengono associati ad un investimento in SPAC.

Tale prospetto va depositato presso la SEC, che ne controlla la regolarità formale. Ai sensi della sezione 8 del Securities Act, l'autorizzazione della SEC si intenderà rilasciata trascorsi 20 giorni dalla presentazione della domanda di autorizzazione, a meno che non intervenga, da parte della SEC, una richiesta di documentazione o di informazioni integrative che ne sospenda il decorso del termine. Contestualmente a tale adempimento, gli amministratori della SPAC devono completare specifici accordi di sottoscrizione con il gestore del mercato azionario in cui intendono quotare la SPAC e sottoporsi ad un'apposita istruttoria documentale prevista dallo specifico regolamento del mercato di borsa scelto dai soci promotori per effettuare il collocamento dei titoli della SPAC (Chiomenti, Graffi, 2010, 450). Ottenute tutte le autorizzazioni necessarie può prendere avvio l'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione, generalmente compiuta con il tramite di sottoscrittori istituzionali. Come visto in precedenza l'80% o più dei proventi raccolti deve essere depositato in un conto vincolato mentre le azioni e i warrant possono circolare separatamente trascorsi i termini fissati in statuto.

Al completamento dell'IPO segue la fase esplorativa nella quale gli amministratori, con l'eventuale ausilio di consulenti esterni, ricercano la società target. In questa fase il management dovrà utilizzare tutte le doti tecniche, le conoscenze professionali e il network di cui dispone per individuare un certo numero di società con cui sviluppare la trattativa. Identificate una o più potenziali società target la negoziazione inizia con la "lettera di confidenzialità", ovvero un accordo alla riservatezza nel quale le parti esplicitano lo stato di avanzamento della trattativa e si impegnano a non utilizzare le informazioni che si scambiano al di fuori della trattativa stessa. Seguono poi la "lettera d'intenti", che rende di pubblico dominio l'operazione in corso e che fissa le modalità di prosecuzione della trattativa e la "due diligence", fase nella quale gli amministratori della SPAC sono tenuti a verificare in maniera approfondita le condizioni in cui versa la società target e a determinarne il valore. Al termine della valutazione viene formulato l'accordo. A questo punto gli amministratori convocano l'assemblea dei soci che deve dare il via libera circa la conclusione dell'affare ed approvare tutti gli atti giuridici costitutivi per la conversione della SPAC in una normale società operativa. Prima del voto, i soci possono visionare i termini dell'accordo e i dati finanziari della società target. Per l'approvazione serve il voto favorevole della maggioranza dei soci e

che i voti contrari non superino una determinata soglia fissata nel prospetto della SPAC. Tale soglia generalmente varia tra il 30-40%. Come visto in precedenza al socio che non approva la delibera di acquisizione spetta il diritto di recesso e la liquidazione della propria quota sociale in proporzione all'ammontare dei proventi depositati nel conto vincolato. Per effetto poi della circolazione separata di azioni e warrant il socio recedente rimarrà in possesso dei warrant, che potranno così essere esercitati o venduti sul mercato.

Nel caso in cui la delibera non fosse approvata gli amministratori possono, conformemente al limite dei 24 mesi, cercare una nuova società target oppure liquidare la SPAC e ripartire, pro quota, i proventi depositati. Al contrario, con il voto favorevole dell'assemblea, viene realizzata la business combination e la SPAC diventa una società operativa.

## **1.4 Gli attori**

Gli attori che, a vario titoli, vengono coinvolti nel funzionamento della SPAC sono: i soci promotori, nonché amministratori della società, l'intermediario, gli investitori e la società target. Analizziamo ora l'operazione d'investimento dal punto di vista di ogni singolo soggetto e i conflitti d'interesse che possono emergere tra le diverse parti.

### **1.4.1 I soci promotori**

La costituzione della SPAC avviene ad opera dei soci promotori (sponsor) che apportano i capitali iniziali necessari per finanziare la gestione operativa e le spese correnti della SPAC fino alla realizzazione dell'IPO.

Partendo dall'esperienza statunitense Berger (2008) individua quattro tipi di soci promotori:

- Manager esperti ed affermati che con la SPAC cercano indipendenza e un guadagno finanziario potenzialmente maggiore di quanto possano ottenere come partner operativi di un fondo di private equity.
- Società di intermediazione finanziaria dotate di un ampio network di contatti, che riescono a condurre buoni affari trovando di volta in volta i fondi necessari.
- Fondi d'investimento alternativi, come gli hedge funds o i fondi di private equity, che con la SPAC puntano a diversificare gli investimenti e cogliere opportunità che non necessariamente rientrano nel loro core business (l'investimento in SPAC può implicare il controllo proprietario).
- Società operative che vogliono conseguire un profitto al di fuori della loro attività

principale compiendo un'operazione che potrebbe avere una qualche rilevanza strategica futura.

Ai soci promotori o ad una loro rappresentanza spetta l'amministrazione della SPAC. Trattandosi di una società vuota i manager possono essere considerati l'unico asset esistente e i veri catalizzatori della raccolta del capitale. Di conseguenza l'esperienza professionale, la formazione, la rete sociale e l'obiettivo d'investimento del gruppo manageriale sono di particolare importanza per i potenziali investitori interessati a sottoscrivere l'IPO (Cumming, Hass, Schweiser, 2014, 198).

Primo aspetto importante da sottolineare è che gli amministratori non ricevono un vero e proprio compenso per il lavoro svolto nella SPAC. A differenza dei fondi di private equity la SPAC non prevede delle commissioni sul capitale raccolto o un salario a favore del gruppo manageriale. L'unica ricompensa è rappresentata dalla partecipazione sociale: solitamente ai soci promotori vengono assegnate, prima dell'IPO, il 20% delle azioni da emettere ad un prezzo simbolico di 0,01 dollari (le cosiddette "azioni dei fondatori"). Queste azioni devono rimanere depositate in un conto vincolato separato e non possono essere messe in circolare fino ad un termine prestabilito, posteriore alla realizzazione della business combination. Nel caso in cui la SPAC venga liquidata a causa della mancata identificazione della società target o del voto contrario dell'assemblea in fase di approvazione dell'acquisizione le azioni dei fondatori sono considerate prive di valore e i manager non hanno diritto a partecipare alla ripartizione dei proventi depositati. Ciò significa che gli amministratori ottengono un guadagno solo se la SPAC realizza l'oggetto sociale. Questa previsione serve per allineare gli interessi dei soci promotori a quelli degli investitori ma ha anche un altro risvolto che va sottolineato. Se i manager non possono fare affidamento su entrate certe e, al contrario, sono chiamati a spendere le proprie energie e il proprio tempo in un'affare che potrà anche non essere mai portato a termine, è naturale che questa non possa essere la loro unica occupazione. Di conseguenza è prassi richiede ai manager la sottoscrizione di accordi per regolare i potenziali conflitti d'interesse.

Entro novanta giorni dal completamento dell'IPO i soci promotori sono inoltre tenuti ad acquistare i warrant in circolazione per un valore non inferiore al 2% dell'offerta totale (che equivale all'acquisto del 10% dei warrant in circolazione). Una parte dei fondi raccolti deve essere depositata nel conto vincolato, mentre la parte restante può essere utilizzata per le spese correnti. I warrant acquistati dagli sponsor non possono essere venduti o trasferiti fino alla conclusione dell'affare.

Infine, in fase di offerta pubblica iniziale, ai soci promotori è data la facoltà di partecipare, a titolo personale, alla sottoscrizione delle azioni (il cosiddetto “sponsor co-investment”). Limitatamente per queste azioni, gli amministratori ottengono il diritto di voto in assemblea, il diritto agli utili e il diritto a partecipare alla ripartizione pro-quota dei proventi in caso di liquidazione della società. Gli eventuali dividendi dovranno, però, essere depositati nel conto vincolato, assieme ai fondi raccolti con le azioni dei fondatori.

### **1.4.2 L’intermediario**

Il ruolo di intermediario (o di global coordinator) può essere svolto da banche o altri soggetti autorizzati all’esercizio dell’attività di collocamento di strumenti finanziari ed ha il primario obiettivo di verificare la fattibilità dell’operazione e di assistere la società in tutte le fasi della quotazione, dalla costituzione dei consorzi di collocamento e di garanzia, alla predisposizione del prospetto informativo, al pre-marketing, all’organizzazione dei road show (incontri di presentazione della SPAC agli investitori istituzionali), alla raccolta degli ordini, alla determinazione del prezzo di offerta, nonché alla stabilizzazione del titolo sul mercato nel periodo successivo alla quotazione. L’interesse dell’intermediario nel partecipare ad un’operazione condotta da SPAC era inizialmente riconducibile alle commissioni incassate, attorno al 10% (tre punti percentuali sopra le commissioni generalmente richieste per l’IPO). Tuttavia è prassi che le banche che agiscono quali collocatori e underwriter dell’IPO differiscano e subordinino l’incasso di parte delle commissioni al momento della business combination, partecipando così al rischio di insuccesso dell’iniziativa (Fumagalli, 2014, 35). Ne consegue che il coinvolgimento del global coordinator non è limitato alla convenienza economica ma è legato anche al prestigio che la SPAC è riuscita ad ottenere negli ultimi anni. Molte banche d’affari come Citigroup, Inc., Merrill Lynch & C., Deutsche Bank ritengono la partecipazione alle operazioni condotte da SPAC un’attività strategicamente rilevante. Conclusa la fase dell’IPO lo stesso global coordinator può essere interpellato dal management della SPAC per un servizio di consulenza in merito all’individuazione della società target. All’intermediario può inoltre essere concesso il diritto di assistere a tutte le riunioni del consiglio di amministrazione, almeno fino a che la business combination non sia stata raggiunta (Hale, 2007, 70).

### 1.4.3 Gli investitori

La tipica struttura dell'offerta di una quota sociale (unit) si compone di un'azione ordinaria e uno o due warrant. Inizialmente le unit venivano vendute a 6-8 dollari a seconda che contenessero uno o più diritti di opzione, mentre ora il prezzo della quota in fase di IPO viene generalmente fissato a 10 dollari. E' bene ricordare che, trattandosi di una società vuota, il prezzo è arbitrario e non rappresentativo del valore aziendale. I warrant, che come visto in precedenza non possono essere esercitati fino al perfezionamento dell'operazione rilevante e in ogni caso non prima che sia trascorso 1 anno dalla loro emissione, incorporano il diritto ad acquistare un'azione ordinaria ad un prezzo prestabilito che generalmente varia tra i 7-7,50 dollari. La loro scadenza è generalmente prevista dopo 3-5 anni dalla data della loro emissione a meno che la società non eserciti il diritto al rimborso dei warrant. In quest'ultimo caso ai possessori di warrant sarà concesso un tempo limitato entro il quale esercitare i warrant al prezzo unitario di 0,01 dollari, prima che questi vengano estinti.

Mentre è vero che negli anni ottanta le blank check companies erano di frequente veicoli utilizzati per frodare investitori non sofisticati, la moderna SPAC è uno strumento post-regolamentazione costruito con molte caratteristiche che ne garantiscono la sicurezza (Heyman, 2007, 531). Le peculiarità e i punti di forza dell'investimento in SPAC sono così riassumibili:

- Orizzonte temporale limitato: entro 24 mesi o viene realizzata la business combination e l'investitore si trova proprietario di azioni riconducibili ad una società operativa oppure la SPAC viene sciolta e la partecipazione sociale liquidata pro quota.
- Protezione contro i ribassi di valore: come abbiamo già visto almeno l'80% del capitale raccolto in fase di sottoscrizione va depositato in un conto fiduciario. Tali proventi possono essere investiti in titoli di stato ed ottenere un rendimento minimo garantito. Nell'ipotesi in cui l'affare non dovesse essere portato a termine oppure il socio decidesse di recedere dalla società, questi ha diritto alla restituzione pro quota della somma depositata in banca, maggiorata degli interessi maturati e al netto delle spese. In alternativa il socio può trovare conveniente vendere la propria partecipazione sociale presso il mercato mobiliare se la quotazione delle azioni è salita rispetto al valore di acquisto. La perdita potenziale fino alla realizzazione della business combination risulta perciò minima.
- Buon grado di liquidità: l'investimento non ha vincoli di durata e i titoli possono essere ceduti in qualsiasi momento presso il mercato mobiliare. Solitamente rialzi del valore delle azioni sono possibili all'annuncio di accordo con la società target e all'avvicinarsi del

momento della votazione.

- Flessibilità dell'investimento: rendimenti diversi e negoziazione separata di azioni e warrant permettono di adeguare l'investimento alle aspettative di guadagno e al grado di rischio che si è disposti ad assumere. Anche chi recede dalla SPAC perché non approva la business combination conserva i warrant posseduti e quindi il diritto a rientrare in società, qualora ne abbia convenienza.
- Possibilità di veto: il voto sfavorevole dell'assemblea degli azionisti e/o il recesso dei soci oltre il limite consentito impediscono la conclusione dell'acquisizione determinando una sorta di diritto di veto in capo agli investitori per bloccare la conclusione di un affare non ritenuto conveniente. Questa regola risolve un possibile conflitto d'interessi tra management ed azionisti. E' infatti chiaro, da quanto detto sopra, che i manager hanno tutto l'interesse a trovare un accordo con la società target perché, solo così facendo, ottengono un riconoscimento monetario al lavoro svolto. Se da un lato ciò rappresenta un forte incentivo all'impegno, dall'altro lato c'è il rischio che essi siano spinti a concludere un accordo a tutti i costi, anche se questo non risulta così vantaggioso per la SPAC. Ecco che, in un'ottica di bilanciamento dei poteri, l'ultima parola spetta ai soci.

Malgrado tutte queste previsioni, l'investimento in SPAC rimane un'operazione non esente da rischi, soprattutto per il fatto che la scelta di investimento non si può basare sui rendimenti passati della società. Essa può essere compiuta solo sulla base delle competenze, della reputazione e delle performance pregresse ottenute dai singoli manager coinvolti. Per questo motivo il gruppo manageriale viene generalmente composto di nomi noti, di comprovata abilità, in grado di ottenere la fiducia del mercato.

Tra i possibili azionisti citiamo qui gli investitori retail, gli investitori istituzionali, i fondi di private equity e gli hedge funds. Quest'ultimi trovano la struttura della SPAC attraente perché permette potenziali rialzi e allo stesso tempo, offre protezione dai ribassi. L'assenza di specificazione del settore e del target con cui la SPAC intende operare non è un problema, dato che gli hedge funds tipicamente non hanno linee guida stringenti sulla composizione del portafoglio, come nel caso di altri investitori istituzionali. Più in generale, per tutti gli investitori la SPAC fornisce un potenziale accesso ad operazioni di acquisizione e buyout che sono tipicamente riservate ai fondi di private equity (Hale, 2007, 67). E' certamente questo l'aspetto più interessante dell'investimento in SPAC.

#### **1.4.4 La società target**

Esistono diversi motivi per cui una società potrebbe giudicare con favore un'offerta di acquisizione messa in atto da una SPAC.

Anzitutto con il perfezionamento dell'accordo la società target riceve una consistente ed immediata iniezione di liquidità. I proventi raccolti con l'IPO e depositati nel conto vincolato sono tutti da destinare alla società target. Per questo motivo rientrano bene nel mirino della SPAC le società di dimensioni discrete, che godono di un buon posizionamento di mercato e che necessitano di liquidità per migliorare l'equilibrio finanziario o per supportare progetti di crescita.

Altro aspetto riguarda la quotazione. Una società che vuole entrare in borsa ha a disposizione diverse strade: può avviare da sé un processo di quotazione, affidarsi ad un fondo di private equity o porre in essere un'operazione di fusione ed acquisizione con una società già quotata. L'accordo con la SPAC rientra in quest'ultima ipotesi ed offre alla società target l'indubbio vantaggio di diventare automaticamente una quotata ed evitare così i costi e le complessità del collocamento. In secondo luogo la fusione con la SPAC implica generalmente la cessione di una quota di minoranza, così facendo il proprietario della target può mantenere il controllo sulla gestione d'impresa. A differenza poi dal fondo di private equity con la SPAC non si ha la necessità di negoziare i termini e le modalità di uscita dall'investimento.

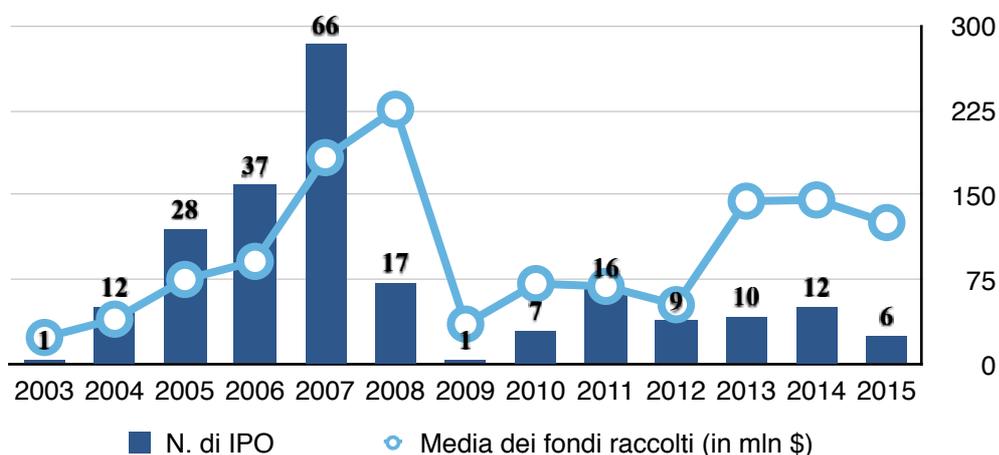
Infine non va dimenticato il capitale umano di cui è dotata la SPAC: la società target può contare sul supporto di figure professionali con elevate competenze manageriali, capaci di fornire una diversa prospettiva di analisi e nuove linee per lo sviluppo del business. Sotto questo punto di vista anche le società che cercano un compratore o che necessitano di un ricambio manageriale possono considerarsi un interlocutore appropriato della SPAC.

Tuttavia, accanto agli innegabili vantaggi a beneficio della società target non vanno dimenticate le difficoltà che possono sorgere in questo tipo di trattativa. Anzitutto gli amministratori della SPAC operano con un mandato a termine e il fattore tempo è un componente in grado di condizionare lo svolgimento dei negoziati e di mutare l'equilibrio tra le parti. Potrebbe infatti succedere che la trattativa venga avviata a pochi mesi dalla scadenza del termine entro il quale la SPAC è tenuta a raggiungere l'oggetto sociale e che il management della SPAC si trovi costretto a fare ampie concessioni alla controparte piuttosto che vedere fallire l'intera iniziativa.

Altro problema da tenere presente è l'obbligo per la SPAC di far approvare la business combination ai propri soci. Come evidenziato in precedenza si tratta di una previsione a tutela

dell'investitore che però sottopone l'intesa raggiunta tra amministratori della SPAC e società target ad uno stato di incertezza. Alla firma dell'accordo non c'è la garanzia che l'operazione possa concludersi favorevolmente, anzi questa potrebbe essere respinta per motivazioni di convenienza che poco hanno a che fare con la bontà dell'accordo. Proprio per questo motivo è sempre più frequente l'inserimento nello statuto della SPAC di "bulldog provisions", in altre parole del divieto per un singolo azionista, o più azionisti che agiscono di concerto, di esercitare i loro diritti di voto in eccesso ad una data soglia (in generale del 10%). Ciò dovrebbe ostacolare comportamenti opportunistici (Fumagalli, 2014, 37). Oppure il management team può informare in anticipo, sotto vincolo di riservatezza e di non trading, i principali azionisti della SPAC circa la possibilità di firmare una lettera d'intenti con la target: nel caso di una loro valutazione positiva gli amministratori possono così raccogliere degli impegni vincolanti a partecipare all'assemblea e ad esprimere voto favorevole, riducendo o annullando del tutto il rischio che l'operazione venga rigettata (Fumagalli, 2014, 16). Nell'esperienza statunitense accordi di questo tipo sono frequenti e consentono di proseguire il processo con minore rischio.

## 1.5 La performance della SPAC nel mercato statunitense

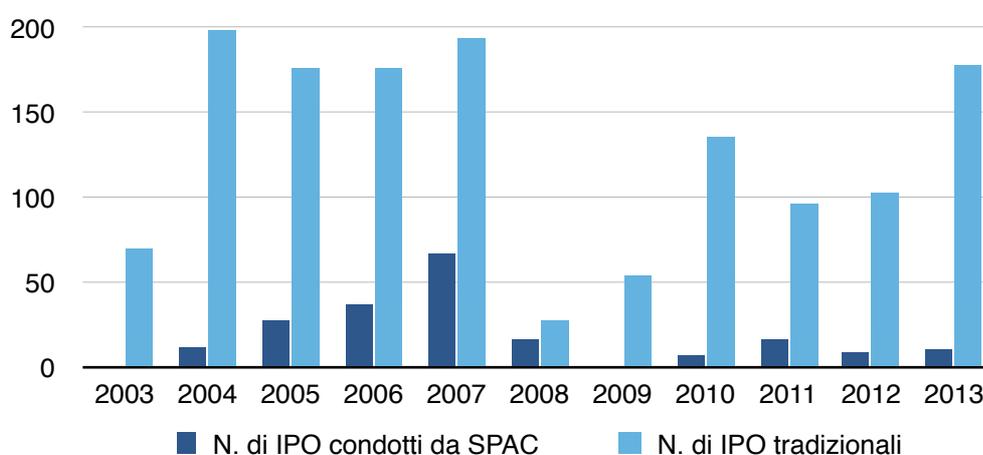


**Figura 2: Distribuzione delle SPAC e proventi medi raccolti con l'IPO. Dati aggiornati a maggio 2015 (Fonte: [www.spacdata.com](http://www.spacdata.com)).**

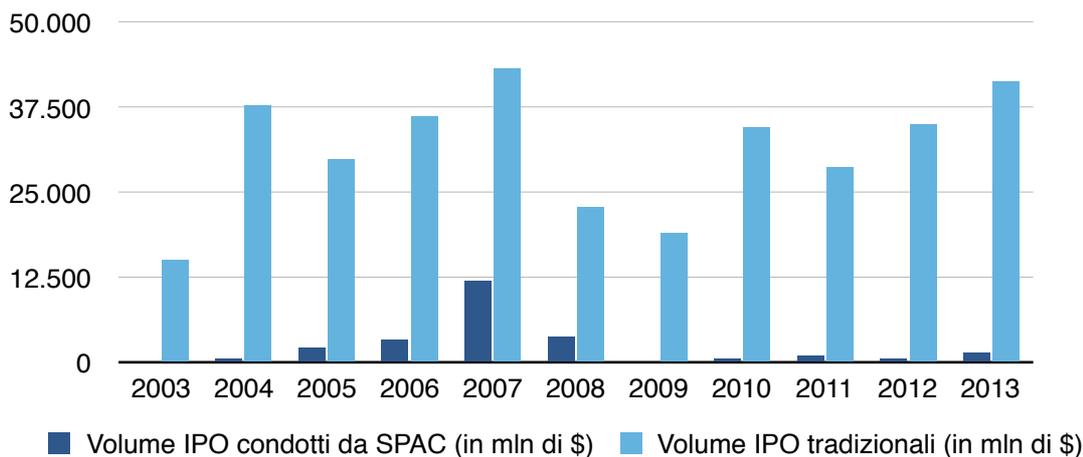
Come detto in precedenza la SPAC nasce negli anni novanta ma è solo a partire dal 2003 che questo veicolo d'investimento inizia a diffondersi presso il mercato dei capitali statunitense (le c.d. SPAC di seconda generazione). Da quell'anno in avanti assistiamo infatti ad un costante incremento del numero di IPO condotti da SPAC fino a raggiungere l'apice nel 2007

con 66 nuove SPAC che effettuano la quotazione. Tra il 2008-2009 si registra una decisa frenata complice la crisi finanziaria (come vedremo è l'intero mercato degli IPO a soffrire), ma nel complesso lo strumento continua ad essere utilizzato. La figura 2 mostra, anno per anno, il numero di IPO realizzati dalle SPAC e il valore medio dei fondi raccolti. Si può notare come negli anni si sia rafforzato lo sviluppo dimensionale delle SPAC, segno di un interesse e di una partecipazione crescente da parte del mercato azionario.

Per capire se effettivamente la SPAC si sia dimostrata uno strumento in grado di favorire la quotazione di nuove società contribuendo a vivacizzare il mercato borsistico è bene porre i dati delle SPAC in prospettiva. Le figure 3 e 4 confrontano rispettivamente il numero e il volume totale degli IPO condotti da SPAC con quello realizzato tramite la tradizionale offerta pubblica iniziale. Ciò che sembra chiaro, anche graficamente, è che le SPAC hanno una capacità di raccolta fondi inferiore rispetto ai tradizionali IPO. Se ad esempio nel 2005 le SPAC rappresentavano il 13,73% del totale IPO realizzati, i fondi da queste raccolti erano il 6,62% del totale proventi da IPO. Ancora, per l'anno 2008 le SPAC contavano per il 38,64% sul totale IPO mentre i fondi raccolti avevano un peso del 14,26% e per l'anno 2011 le percentuali erano rispettivamente del 14,16% e del 3,72%. E' evidente che se le SPAC hanno dimensioni inferiori anche le società target saranno meno capitalizzate rispetto alle società che si quotano per via diretta, effettuando l'IPO. Sembra quindi che le SPAC, più che rappresentare un'alternativa al mercato degli IPO, siano strumenti che ampliano il bacino degli utenti consentendo la quotazione a società piccole o medio-piccole che in autonomia difficilmente riuscirebbero ad accedere al mercato dei capitali.

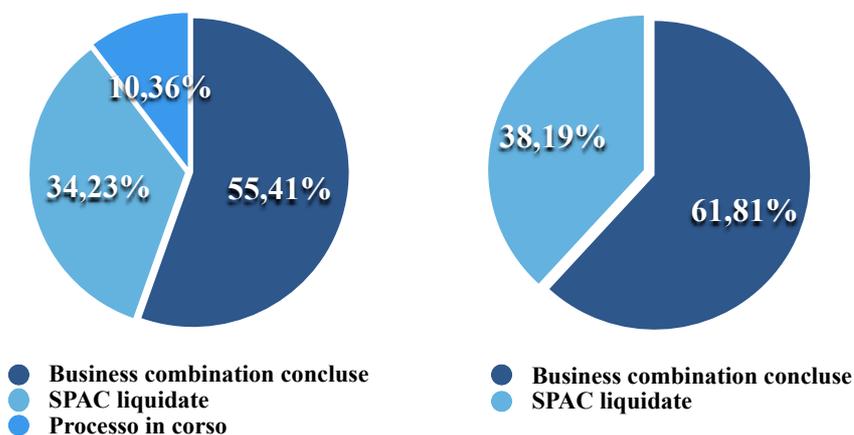


**Figura 3: Confronto quantità SPAC e tradizionali IPO (Fonte: [www.spacdata.com](http://www.spacdata.com) e WilmerHale Ipo Report).**



**Figura 4: Confronto volumi SPAC e IPO tradizionali (Fonte: [www.spacdata.com](http://www.spacdata.com) e WilmerHale Ipo Report).**

Vediamo ora il tasso di successo delle SPAC. Dal 2003 a maggio 2015 sono 222 le SPAC di diritto statunitense che hanno realizzato l'IPO, di queste 123 hanno concluso positivamente la business combination, 76 sono state liquidate e 23 SPAC devono ancora giungere al voto dell'assemblea. Considerando le sole SPAC che hanno concluso il ciclo di vita (sia con l'acquisizione che con la liquidazione) possiamo dire che ad oggi la probabilità di successo è attorno al 62%. La figura 5 mostra i dati in percentuale.



**Figura 5: Status complessivo delle SPAC dal 2003 a maggio 2015 e status delle sole SPAC che sono giunte al voto (Fonte: [www.spacdata.com](http://www.spacdata.com)).**

Il tasso di insuccesso risulta quindi abbastanza alto e va indagato ulteriormente. Cumming et al. (2012) realizzano una ricerca che ha proprio l'obiettivo di confrontare le caratteristiche delle SPAC che hanno realizzato la business combination rispetto a quelle che sono terminate

con un nulla di fatto per capire se esistono dei fattori che condizionano le probabilità di successo. Tre sono gli aspetti su cui ci si vuole qui soffermare. I risultati evidenziano anzitutto che la percentuale dei fondi che vengono depositati nel conto vincolato può influenzare l'esito dell'operazione. Da una parte scegliere di depositare nel conto vincolato la quasi totalità dei fondi netti raccolti è segno di efficienza e, per questo, il mercato tende a dimostrarsi più propenso a giudicare con favore il lavoro del management. Dall'altro lato una percentuale molto alta può risultare un incentivo a votare contro l'acquisizione, così facendo infatti l'azionista può tornare in possesso dei soldi investiti anziché aspettare di vendere le azioni sul mercato ad un prezzo non certo. Per tutte queste ragioni, quando un'alta percentuale di fondi raccolti viene depositata nel trust (a volte si raggiunge anche il 100%), è essenziale che la proposta di acquisizione risulti molto attraente. Altro aspetto che influenza il successo dell'operazione riguarda la composizione della proprietà. Lo studio ha dimostrato che quando gli investitori attivi, come gli hedge funds e i fondi di private equity, detengono ingenti blocchi proprietari le probabilità che il voto si concluda con un esito a favore della business combination si riducono. Al contrario, le possibilità di successo aumentano quando il management, attraverso l'acquisto sul mercato, incrementa la percentuale di azioni possedute (sponsor co-investment). Con questa operazione, infatti, gli amministratori acquistano il diritto a partecipare al voto dell'assemblea, assicurandosi una base di consensi certi. Infine si è osservato che la probabilità di approvazione tende ad essere sostanzialmente più alta quando il mercato azionario è in fase di rialzo. Ovviamente se il mercato sta andando male è più facile che gli azionisti preferiscano ritornare in possesso del loro investimento piuttosto che rischiare possibili future perdite.

Altro aspetto che va considerato è il fattore tempo. Dovendo la SPAC realizzare la business combination entro 24 mesi diventa fondamentale concludere le varie fasi del ciclo di vita entro un tempo ragionevole. Prendendo a campione le SPAC che hanno realizzato l'IPO tra il 2003 e giugno 2008 (58 SPAC in totale) otteniamo che mediamente le SPAC impiegano 378 giorni per formalizzare un accordo con la società target ed altri 264 giorni per giungere al voto dell'assemblea. Se da un lato è naturale attendersi che la prima fase duri a lungo trattandosi di un lavoro di ricerca, analisi e selezione (generalmente gli amministratori iniziano stilando una lista contenente un centinaio di possibili target), le tempistiche della fase successiva potrebbero sorprendere. In realtà il periodo di tempo che va dall'individuazione della società target al voto dell'assemblea è strategicamente rilevante e serve al management per spiegare agli azionisti la bontà dell'affare e per cercare di ottenere il preventivo consenso

degli investitori più importanti. Se la fase negoziale non dovesse convincere gli azionisti e l'assemblea decidesse quindi di non approvare la business combination difficilmente ci sarebbe il tempo per gli amministratori di proporre un'alternativa.

Interessante è poi notare le diverse tempistiche tra le SPAC che sono riuscite a portare a termine l'affare e quelle che invece sono state liquidate. Mentre le SPAC che hanno realizzato l'acquisizione impiegano mediamente 364 giorni a trovare un accordo e necessitano di altri 271 giorni per arrivare alla decisione assembleare, le SPAC che finiscono per essere liquidate impiegano mediamente 420 giorni per giungere all'accordo e 240 giorni per arrivare al voto. Sembra quindi che le società che realizzano la business combination siano dotate di un management più efficiente, che riesce mediamente a concludere la fase di ricerca della società target con 2 mesi di anticipo rispetto alle SPAC che vengono liquidate e conserva così più tempo per la fase negoziale, che viene poi svolta in un arco temporale più lungo.

### **1.5.1 La letteratura di riferimento**

Per approfondire l'analisi sulle SPAC di diritto statunitense si propone qui di seguito un'indagine della letteratura di riferimento che fornisce un'analisi critica della performance delle SPAC dal 2003 in avanti. Anche se non sono molte le ricerche di questo tipo esse riescono a fornire una visione ampia sul fenomeno approfondendo di volta in volta aspetti diversi. Si ritiene perciò interessante una disamina di questo tipo.

Alcune preliminari precisazioni sono necessarie. Malgrado il prospetto di collocamento della SPAC debba riportare un codice specifico la catalogazione di questo strumento non risulta agevole. Il codice 6770 raggruppa infatti tutti i veicoli d'investimento del tipo blank check e quindi anche quelli con una capitalizzazione inferiore ai 5 mln di dollari. Si è notato che alcune ricerche utilizzavano un campione di SPAC più ampio delle altre, probabilmente ricomprendendo nell'indagine degli strumenti che tecnicamente non potrebbero essere considerati delle SPAC e si è preferito non tenere conto di questi contributi. Sotto questo punto di vista le ricerche che vengono presentate sono quindi da considerarsi omogenee. Tutto ciò non impedisce che il campione possa poi, di volta in volta, essere aggiustato per necessità d'indagine: vero è che non sempre si riescono a reperire le informazioni finanziarie di tutto un campione, oppure esistono delle differenze tecniche tra la struttura delle SPAC che impediscono il raffronto dei dati. A titolo di esempio esistono SPAC che oltre alle azioni ordinarie hanno creato categorie speciali di azioni senza diritto di voto, oppure SPAC di diritto statunitense che quotano in mercati esteri, ed ancora SPAC che compiono acquisizioni

multiple. E' quindi l'oggetto di indagine che determina di volta in volta l'ampiezza del campione.

Bisogna sottolineare, infine, che le ricerche che calcolano i rendimenti delle azioni non sono uniformi nell'utilizzo dei parametri. Ogni autore sceglie di volta in volta l'indice che più si adatta al confronto. Pur nella diversità, gli indici sono sempre riconducibili a titoli senza rischio, se l'analisi si riferisce ad una fase anteriore alla business combination, oppure ad indici di borsa, se l'indagine riguarda la fase post-acquisizione.

Vediamo ora i contributi selezionati, presentati per anno di pubblicazione.

**Jog e Sun (2007)** sono i primi a svolgere un'indagine sulle SPAC del mercato statunitense. Lo scopo della ricerca è confrontare i rendimenti azionari ottenuti dagli investitori e dai soci fondatori nei diversi momenti del processo di vita della SPAC, sino alla realizzazione della business combination. L'indagine utilizza i dati raccolti fino ad aprile 2007 e relativi a 62 SPAC formatesi tra il 2003 e il 2006. Il campione comprende 22 SPAC che hanno concluso l'acquisizione, 5 SPAC liquidate (3 delle quali a causa del voto contrario dell'assemblea) e 35 SPAC che devono ancora completare l'iter (18 delle quali hanno annunciato di aver raggiunto l'accordo con la società target). Il prezzo mediano pagato dagli azionisti alla sottoscrizione delle azioni, calcolato sull'intero campione, è pari a 5,25 dollari mentre il costo unitario delle azioni dei fondatori si aggira attorno a 0,01 dollari (al contrario degli investitori, i promotori sottoscrivono le azioni ad un prezzo irrisorio, mentre pagano l'acquisto dei warrant). Questa discrepanza di prezzo inevitabilmente comporta una differenza di rendimento che diventa sostanziale nel momento in cui si realizza l'oggetto sociale: è in questa ipotesi, infatti, che il management ottiene la valorizzazione delle azioni possedute. A questo riguardo vale la pena sottolineare che i rendimenti annualizzati calcolati per i soci fondatori nelle fasi intermedie sono relativi alle sole società che hanno realizzato la business combination e rappresentano un dato del tutto teorico in quanto le azioni dei fondatori sono vincolate, almeno fino al completamento della business combination.

I risultati più interessanti possono essere così sintetizzati:

- L'underpricing, (fenomeno tipico delle operazioni di IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato del titolo al primo giorno di quotazione) risulta positivo ma non significativamente rilevante. Il valore medio, relativo all'intero campione, è pari a 1,85%, con mediana di 0,92%. Il risultato è del tutto naturale se si considera che al momento della sottoscrizione delle azioni il mercato non dispone di

informazioni utili per esprimere un giudizio sulla SPAC.

- Il valore mediano dei rendimenti annualizzati dal secondo giorno di quotazione (viene quindi escluso l'underpricing) all'annuncio di accordo raggiunto tra SPAC e società target è negativo sia per gli azionisti (-2,00%) che per i soci fondatori (-1,48%).
- Il valore mediano dei rendimenti annualizzati dall'annuncio di accordo raggiunto al voto dell'assemblea dei soci permane negativo. Esso risulta pari a -3,35% per gli azionisti e -13,59% per i soci fondatori.
- Il valore mediano dei rendimenti annualizzati dal secondo giorno di quotazione alla realizzazione della business combination è il dato che racchiude il guadagno realizzato dagli azionisti e dai manager delle sole SPAC che hanno completato l'acquisizione. Mentre per gli azionisti si registra ancora un valore negativo pari a -2,97%, le azioni dei soci fondatori ottengono una valorizzazione del 1879,32%. Gli autori fanno notare che il rendimento ottenuto dai manager diminuisce nel caso in cui essi acquistino altre azioni a titolo personale, pagandole a prezzo di mercato (il cosiddetto "sponsor co-investment"). Se si considerano anche tali azioni, che nel campione analizzato rappresentano il 9,5% delle azioni totali detenute dai soci fondatori, i rendimenti si attestano a 1865%.
- Gli azionisti delle 3 SPAC liquidate a causa del voto contrario dell'assemblea hanno recuperato, con la restituzione dei proventi netti, il 93% del capitale investito.
- Il rendimento medio ad 1 anno dalla conclusione dell'affare, calcolato per le 6 SPAC di cui gli autori hanno dati a sufficienza, risulta di -13,69% (con rendimento mediano pari a -23,02%).

Lo studio certifica quindi l'esistenza di una forte disparità di risultati tra le azioni ordinarie e quelle dei soci fondatori nel momento in cui si realizza la business combination. Questo differenziale è insito nel meccanismo della SPAC e consente la remunerazione dei promotori per il lavoro svolto.

**Lewellen (2008)** parte dalla considerazione che la SPAC rappresenta una nuova forma di asset class con un ciclo di vita lineare e standardizzato che consente un'alta prevedibilità dei rendimenti. L'obiettivo della ricerca è capire se questo strumento risulti più efficiente di altri nella governance e nell'andamento sul mercato. Le simulazioni si basano sulla quotazione giornaliera delle azioni di 158 SPAC che tra agosto 2003 e giugno 2008 hanno completato l'IPO. L'analisi viene compiuta per fasi intermedie, secondo la seguente segmentazione:

- "No Target" (NT) raggruppa le SPAC che non hanno ancora trovato la società target.

- “Target Found” (TF) contiene le SPAC che hanno annunciato l’acquisizione o hanno sottoscritto una lettera d’intenti e a cui manca il voto dell’assemblea.
- “Acquisition Completed” (AC) sono le SPAC che hanno concluso l’acquisizione.
- “Acquisition Withdrawn” (AW) include le SPAC che devono essere liquidate a causa della mancata approvazione dell’affare da parte dell’assemblea.

Per ogni gruppo viene calcolato l’extra rendimento mensile rispetto al rendimento registrato da titoli privi di rischio. I dati vengono raccolti aggiornando quotidianamente l’appartenenza delle SPAC ad un gruppo piuttosto che ad un altro a seconda della fase del ciclo di vita in cui si trovano. L’extra rendimento annualizzato è inferiore all’1% per le SPAC del gruppo NT, pari all’11% per le SPAC nella fase TF e al -3,76% per le SPAC in AC. I risultati evidenziano quindi una sensibile differenza di rendimenti tra il momento in cui la SPAC individua la società target e il momento in cui l’acquisizione viene portata a termine. Per indagare ulteriormente questa discrepanza l’autore crea per questi due gruppi due portafogli, aggiornati giorno per giorno, e confrontati con un portafoglio azionario equivalente, ovvero che persegue, al pari dei primi, una strategia di lungo termine (buy and hold strategy). Il portafoglio con le SPAC TF realizza un extra rendimento mensile di circa il 2,5% mentre quello contenente le SPAC AC ottiene un rendimento mensile di circa -2,00%. L’autore sottolinea come sia possibile incrementare i rendimenti nel caso in cui si realizzi un unico portafoglio che investa in entrambi i gruppi, adottando una strategia di lungo termine con i titoli appartenenti al gruppo TF e una strategia di breve termine con i titoli del gruppo AC. In questo caso i rendimenti mensili risultano sull’ordine del 3,8%, che su base annua equivalgono ad un rendimento del 56%. Il CAR (Cumulative Abnormal Returns) misurato nei sei giorni che circondano l’annuncio risulta del 2,8% per le SPAC del gruppo TF, mentre per quelle in fase AC risulta negativo e pari al -0,8%. A detta dell’autore questi risultati stanno a significare che mentre il mercato sembra avere delle aspettative ex-ante positive circa i flussi di cassa della società post fusione, i manager della SPAC non sembrano in grado di assicurare tali performance. I deludenti risultati delle SPAC a conclusione della business combination possono in parte essere ridimensionati se confrontati con i rendimenti medi complessivi degli IPO, anch’essi alquanto bassi. Tuttavia deve essere spiegata la differenza relativa tra i rendimenti delle SPAC del gruppo TF e quelle del gruppo AC e soprattutto perché gli azionisti della SPAC sembrano intenzionalmente approvare un’operazione di distruzione del valore. Pur cercando diverse possibili spiegazioni l’autore non riesce a fornire alcuna concreta giustificazione e l’interrogativo viene lasciato aperto. Ciò che però emerge da questa ricerca è

che la SPAC non sembra in grado di funzionare correttamente malgrado abbia, a differenza degli altri asset class, un meccanismo di voto in grado di eliminare le tipiche asimmetrie del contratto di agenzia.

**Jenkinson e Sousa (2009)** compiono una ricerca incentrata sul prezzo delle azioni delle sole SPAC che arrivano al voto dell'assemblea. L'idea di base è che le caratteristiche e le modalità con cui si sviluppa il ciclo di vita della SPAC rendono inizialmente minima la negoziazione dei titoli, che andrà poi ad intensificarsi una volta individuata la società target. Infatti il prezzo delle azioni, dal momento della quotazione fino all'annuncio di accordo, si mantiene sostanzialmente invariato e in linea con il valore pro quota del conto vincolato, mentre dalla data dell'annuncio alla data del voto, il prezzo tende a cambiare riflettendo la valutazione dell'investitore circa la bontà dell'affare (il prezzo non dovrebbe comunque scendere tanto sotto il valore del trust perché l'investitore ha sempre la possibilità di ritornare in possesso del capitale investito). Il prezzo può quindi essere usato come indice della convenienza a votare a favore o meno della business combination: se il prezzo delle azioni in prossimità del voto è più basso del valore del trust vuol dire che ci si attende un'acquisizione che distrugga valore, mentre se il prezzo è più alto ci si attende un'acquisizione che crei valore.

Il campione di questa ricerca comprende le SPAC che sono arrivate al voto dell'assemblea entro la fine di giugno 2008, in modo che per tutte siano disponibili i dati relativi al prezzo di scambio delle azioni per i sei mesi successivi alla business combination. Sono 58 SPAC a rientrare nei parametri, 43 delle quali hanno realizzato l'affare e 15 liquidate. Nel giorno del voto il prezzo medio delle azioni delle SPAC che finiranno per essere liquidate era pari al 95,9% del valore del trust, con un range che oscilla tra il 90,7% e il 99,2% (sempre sotto il valore pro quota del conto vincolato). Al contrario, nel giorno del voto il prezzo medio delle azioni delle SPAC che riusciranno poi a concludere la business combination era il 110,7% del valore del conto vincolato. In questo caso, però, il range risulta molto più ampio, tra il 79,0% e il 224,3%, comprendendo anche SPAC il cui prezzo era ben sotto il valore del trust e che secondo gli autori sarebbero dovute essere liquidate. I rendimenti cumulati medi delle SPAC che hanno concluso l'acquisizione sono attorno al -24% dopo 6 mesi e a -55% dopo un anno. Gli autori propongono di ricalcolare i rendimenti creando una distinzione all'interno delle SPAC che hanno realizzato l'affare, a seconda che il prezzo delle azioni nel giorno del voto risultasse sopra o sotto il valore del trust: 20 sono le cosiddette "SPAC buone" e 23 le "SPAC cattive". Le SPAC cattive ottengono dei rendimenti cumulativi medi a 6 mesi del -39%,

contro un rendimento medio attorno allo 0% per le SPAC buone. Ciò conferma che il giudizio del mercato può considerarsi anticipatore della performance futura della SPAC ed apre un interrogativo sul perché le SPAC cattive non vengano liquidate. L'ipotesi è che, prima del voto dell'assemblea, i soci fondatori e loro affiliati (tra cui potrebbero rientrare i proprietari della società target) acquistino le azioni detenute da quei soci che hanno intenzione di votare contro la business combination al fine di assicurarsi il voto favorevole dell'assemblea. Queste azioni potranno poi essere rivendute sul mercato mentre le probabili perdite saranno ampiamente controbilanciate dai rendimenti delle azioni dei fondatori. A supporto di questa tesi la ricerca evidenzia che le SPAC cattive hanno una rotazione delle azioni molto elevata nelle settimane che precedono il voto e più del 25% delle azioni vengono scambiate nell'ultima settimana. Sia per le SPAC liquidate che per quelle buone non si osservano volumi di scambio paragonabili a quelli delle SPAC cattive. Negli ultimi giorni che precedono il voto, poi, si osservano per le sole SPAC cattive un piccolo numero di transazioni di alto volume, effettuate ad un prezzo superiore a quello di mercato e precisamente equivalente al valore pro quota del conto vincolato. Questi non sono evidentemente scambi normali ma piuttosto degli scambi che mirano a comprare il diritto di voto da quei grandi investitori che hanno espresso l'intenzione di votare contro la business combination.

**Tran (2009)** si interroga sulla capacità delle SPAC di concludere un buon accordo con la società target. La ricerca si basa su un campione di 3130 acquisizioni avvenute tra il 2004 e il 2009, di queste 108 sono state compiute da SPAC (circa il 3,5% del totale). Sono state prese in considerazione le sole acquisizioni che rispondessero ai seguenti requisiti:

- L'offerente possiede meno del 50% delle azioni della società target prima dell'annuncio e il 100% dopo l'acquisizione.
- Sono disponibili i dati relativi al rendimento delle azioni dei 20 giorni che precedono l'annuncio di acquisizione.
- Il valore dell'affare è almeno di 1 milione di dollari.

I rendimenti cumulati nei 3 giorni attorno all'annuncio di acquisizione hanno media del 1,7% (mediana 0,48%) per le SPAC mentre le altre società quotate hanno media 0,33% e mediana a 0,055%. Per analizzare i rendimenti a lungo termine viene creato un portafoglio per ogni gruppo che prende in considerazione i rendimenti delle azioni nel periodo che va da 2 giorni dopo l'annuncio di acquisizione fino al completamento dell'operazione, da confrontare con un portafoglio equamente pesato. I rendimenti mensili delle SPAC eccedono il portafoglio

equamente pesato per 1,45%, che è per 1,37% statisticamente più alto del valore delle altre società quotate. L'autore compara il premio pagato dalle SPAC con quello pagato da società quotate che acquistano una non quotata e trova che le SPAC negoziano uno sconto addizionale di circa il 7,6% rispetto alle altre società. Secondo l'autore le SPAC riescono ad ottenere un prezzo migliore perché le acquisizioni sono mirate e perché la maggioranza della proprietà è concentrata nelle mani del management e degli investitori istituzionali.

**Datar et al. (2012)** studiano le caratteristiche tecniche ed operative, nonché i risultati finanziari ad 1 anno dalla business combination delle 156 SPAC che hanno condotto l'IPO tra il 2003 e il 2008. I dati vengono confrontati con quelli relativi alle 794 società che, nello stesso periodo, hanno scelto di quotarsi tramite la tradizionale offerta pubblica di sottoscrizione. In questo modo l'autore cerca di individuare le caratteristiche peculiari delle società che decidono di diventare delle quotate tramite la SPAC, piuttosto di realizzare il tradizionale IPO. I dati dimostrano che le SPAC concludono accordi con società che dal punto di vista della dimensione, della redditività, della solidità finanziaria e della capacità di crescita risultano in genere peggiori rispetto alle società che effettuano il tradizionale IPO. Avendo le SPAC una capacità di raccolta fondi limitata rispetto alle società che svolgono il tradizionale IPO (mediamente attorno ai 220 milioni di dollari) è naturale che anche la società target risulti di dimensioni contenute e meno performante rispetto alle altre società quotate. Nell'anno della business combination il divario nell'andamento operativo dei due gruppi rimane sostanzialmente stabile.

Infine viene esaminata per 1 anno intero la performance dei titoli azionari delle SPAC a partire dalla realizzazione della business combination (i dati sono relativi a 34 SPAC). L'extra rendimento mediano ottenuto dalle SPAC è pari a -35,76% mentre le società che hanno effettuato l'IPO registrano dei rendimenti annui del -9,45%. Lo studio conferma l'idea che le società con maggiori opportunità di crescita (misurate in base al market to book ratio) tendono a preferire il tradizionale IPO, mentre le società che ricorrono alla SPAC sono più indebitate, meno efficienti e arrivano da settori poco trainanti. Questa differenza si ripercuote anche sui rendimenti dei titoli azionari.

**Kolb e Tykvova (2014)** analizzano i dati relativi a 114 SPAC che hanno completato l'acquisizione dal 2004 a giugno 2013 e li confrontano con i dati relativi a 1555 IPO avvenuti nello stesso periodo. Al pari dell'analisi di Datar (2012), l'obiettivo è capire quali fattori

fanno protendere verso l'utilizzo della SPAC piuttosto che la tradizionale offerta di sottoscrizione. E' bene osservare anche i risultati di questa ricerca che utilizza un periodo di osservazione di ben 5 anni più ampio. Questi i risultati ottenuti:

- Nei periodi di alta volatilità del mercato le SPAC riscuotono più successo. Il risultato conferma l'ipotesi che in periodi caratterizzati da incertezza risulta meno probabile la buona riuscita dell'IPO e quindi una valutazione costo opportunità fa protendere la decisione a favore delle SPAC.
- Le società target con cui le SPAC concludono accordi sono significativamente più piccole, mediamente più indebitate e meno redditive delle società che scelgono di compiere il tradizionale IPO.
- Diversamente da quanto ipotizzato dall'autore il venture capitalist risulta più incline ad appoggiare le società che effettuano l'IPO piuttosto che le SPAC. Sembra quindi che non sia tanto la possibilità di uscire velocemente dall'investimento, quanto piuttosto la qualità delle società a guidarne la scelta.

I risultati ottenuti dagli studi qui riportati ci presentano uno strumento che pur sviluppandosi in maniera chiara e prevedibile contiene dei meccanismi e delle logiche che vanno conosciuti affinché l'investimento possa risultare vantaggioso per tutti gli attori coinvolti. Per questo motivo si è portati a ritenere che questa forma d'investimento sia più alla portata degli investitori professionali piuttosto che di quelli retail.

Altro aspetto che emerge è che la società target è spesso una realtà aziendale piccola o medio piccola, con una performance inferiore rispetto alle società che scelgono di quotarsi tramite il tradizionale IPO. Questa caratteristica risulta molto interessante in ottica italiana, che ha un tessuto imprenditoriale basato sull'impresa familiare.



## CAPITOLO 2

# L'INTRODUZIONE DELLA SPAC IN ITALIA

### 2.1 Il contesto economico italiano

Il tessuto imprenditoriale italiano è caratterizzato da una forte presenza di piccole e medio piccole aziende. I dati presentati nella figura 6 ci forniscono il quadro generale della situazione imprenditoriale italiana per l'anno 2014. Secondo i parametri elaborati dalla Commissione Europea la categoria delle PMI raggruppa le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro, oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. La somma di queste aziende rappresenta il 99,92% del totale imprese e il dato è in linea con la media dei paesi europei. Scendendo nel dettaglio, però, l'Italia accusa, più degli altri stati, una forte presenza di micro imprese (aziende il cui fatturato o il cui totale di bilancio non supera i 2 milioni di euro e che impiegano fino a 9 addetti) mentre si colloca sotto la media europea per presenza di piccole imprese. Il nostro territorio è infatti disseminato di piccole realtà familiari, aziende mono-prodotto che spesso concentrano il loro business su nicchie di mercato legate ad un numero ristretto di clienti. Soprattutto sono realtà che operano con logiche padronali, contrarie alla condivisione del governo dell'impresa e restii alle innovazioni di processo.

Tipologia	N. imprese	% Imprese	N. addetti	% Addetti
Micro	3.527.452	94,87%	6.629.987	57,57%
Piccole	171.658	4,62%	3.049.375	26,48%
Medie	19.126	0,51%	1.837.003	15,95%
<b>Totale PMI</b>	<b>3.718.236</b>	<b>99,92%</b>	<b>11.516.365</b>	<b>79,55%</b>
Grandi	3.139	0,08%	2.960.003	20,45%
<b>Totale</b>	<b>3.721.375</b>	<b>100,00%</b>	<b>14.476.368</b>	<b>100,00%</b>

**Figura 6: Dati sulle imprese italiane (Fonte: 2014 SBA Fact Sheet - Commissione Europea).**

Benché un'azienda non si possa considerare grande o piccola in termini assoluti ma vada messa in rapporto ai concorrenti e al mercato in cui opera è fuor di dubbio che la dimensione

aziendale non è un fattore secondario. Nei momenti di crisi sono infatti le aziende sottodimensionate a correre i rischi maggiori. La recente crisi dell'economia italiana, iniziata tra il 2008 e il 2009 con il calo nelle esportazioni e proseguita poi con il declino della domanda interna, ha visto la chiusura di migliaia di piccole imprese. Dal 2008 al 2013 il numero delle PMI è così diminuito del 5% mentre la capacità di generare valore aggiunto è sprofondata del 15%, ben sotto il valore pre-crisi. Al contrario, le grandi imprese hanno meglio retto l'impatto della crisi e il valore aggiunto di queste aziende nel 2013 superava il dato pre-crisi. La crescente globalizzazione dei mercati intensifica ulteriormente la competizione e impone un cambiamento profondo nella gestione d'impresa perché nessuna realtà, per quanto ancorata al territorio che sia, può ritenersi al sicuro dalla concorrenza. Ecco che la crescita dimensionale, accompagnata da politiche che puntano alla diversificazione di prodotto, al consolidamento della quota di mercato domestico e all'apertura verso nuovi mercati esteri, rimane l'unica strategia vincente.

Arriviamo così a considerare un altro aspetto che caratterizza le imprese italiane e che ne condiziona la capacità di crescita: la tendenziale sotto-capitalizzazione. Le imprese italiane, ed in particolare le PMI, dipendono ancora in larga parte dalla leva bancaria. Esse reperiscono infatti il 70% dei finanziamenti ricorrendo al sistema bancario (con picchi del 98%) mentre in Francia e in Germania tale percentuale si attesta rispettivamente al 39% e al 45%. L'eccessivo indebitamento è il risultato di aspetti culturali (quali la tendenza dell'imprenditore a distribuire gli utili in varie forme e/o a ricercare l'ottimizzazione fiscale) e di un'impostazione del sistema finanziario incentrato sull'attività bancaria. Il "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria" realizzato da Banca D'Italia ad aprile 2015 mostra come la struttura finanziaria delle imprese possa amplificare gli effetti della congiuntura economica, peggiorando la capacità delle aziende di rimborsare i debiti. Lo studio utilizza i dati sulla posizione finanziaria di circa 200.000 società di capitali che, negli anni pre-crisi, non risultavano in stato di sofferenza bancaria, secondo quanto riportato dalla Centrale dei Rischi. Le società vengono campionate in base al leverage pre crisi (rapporto fra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) e per ogni gruppo viene valutata la tenuta della struttura finanziaria a seguito della crisi. I risultati indicano che l'1,3% delle società che prima della crisi presentavano un leverage basso si trova ora in stato di sofferenza bancaria; mentre analoghe difficoltà vengono accusate dal 5,3% delle società che hanno dovuto affrontare gli anni di crisi in uno stato di squilibrio finanziario molto alto (leverage superiore all'84%).

A parità, poi, di uno stesso shock al valore delle vendite, la probabilità di diventare insolvente

è di oltre tre volte più elevata tra le società con un leverage alto rispetto a quelle società che mantengono il leverage sotto controllo. Ciò dimostra che un forte indebitamento bancario in un periodo di contrazione economica pone le aziende in maggiore difficoltà

Con la crisi, poi, l'erogazione dei prestiti è fortemente calata e le banche si sono fatte più selettive: Sempre il rapporto presentato da Banca D'Italia certifica un aumento delle differenze nelle condizioni finanziarie tra le imprese di maggiori dimensioni e quelle più piccole: se da un lato migliorano le condizioni di offerta del credito dall'altro lato l'accessibilità rimane preclusa alle aziende di dimensioni maggiori e con buona solidità patrimoniale. Una fascia rilevante di aziende di piccola e media dimensione con livelli elevati di indebitamento continua ad incontrare difficoltà di accesso al credito e opera con scorte di liquidità molto ridotte. Nel 2013 il 16,7% delle PMI italiane si è visto rifiutare una richiesta di finanziamento oppure ha ricevuto una proposta a condizioni inaccettabili (le commissioni applicate sui piccoli prestiti sono mediamente più alte del 33,5% rispetto a quelle applicate ai grandi finanziamenti). Anche nel 2014 è cresciuto il numero dei fallimenti tra le società. Banca D'Italia commenta i dati affermando che è in corso un graduale riequilibrio della struttura finanziaria, sia per effetto della riduzione dell'indebitamento sia per il maggior ricorso al mercato da parte delle società di media e grande dimensione; si tratta di tendenze che riducono la vulnerabilità finanziaria delle imprese e le pongono in una condizione migliore per cogliere future opportunità di investimento. D'altra parte, le difficoltà nell'accesso al credito continuano a rappresentare un vincolo rilevante principalmente per le società di minore dimensione e per quelle meno patrimonializzate.

## **2.2 La raccolta del capitale di rischio**

Una PMI che punta a crescere in maniera equilibrata deve raggiungere una buona capitalizzazione. L'imprenditore che non dispone di sufficienti risorse proprie può generalmente incrementare il capitale di rischio ricercando un nuovo socio, oppure affidandosi ad un fondo di private equity o ancora ricorrendo alla quotazione di borsa.

La politica d'investimento dei fondi di private equity è rivolta all'acquisto di partecipazioni nel capitale di rischio di imprese non quotate per supportare progetti di sviluppo aziendale. Il fondo si impegna nei confronti della società con un contratto che dura generalmente dai 3 ai 5 anni e prevede che il fondo partecipi attivamente alla gestione aziendale. Una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno delle aziende partecipate, il fondo procederà al disinvestimento progressivo della propria partecipazione, cercando di massimizzare la

plusvalenza (il processo di dismissione può durare anche diversi anni). L'uscita del fondo può inoltre avvenire anche a seguito di una svalutazione della partecipazione (write off). I dati presentati annualmente dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) fanno il punto della situazione sull'andamento delle iniziative d'investimento e disinvestimento condotte in Italia. Nel 2014 il 43% degli operatori presenti sul mercato italiano del private equity e del venture capital era costituito da SGR generaliste e da investment companies domestiche, mentre le presenze internazionali rappresentavano il 40% dell'intero campione (in aumento del 36% rispetto al 2013). Al 31 dicembre 2014 risultavano 1.408 investimenti attivi, distribuiti su 1.245 aziende italiane, per un controvalore delle partecipazioni detenute valorizzate al costo storico pari a 22,4 miliardi di euro (gli investimenti attivi e il loro controvalore sono cresciuti rispetto ai dati dell'anno precedente).

Durante l'anno sono state registrate 311 nuove operazioni di private equity e venture capital, distribuite su 248 società, per un controvalore pari a 3.528 milioni di euro, corrispondente ad un incremento del 3% rispetto all'anno 2013, quando le risorse complessivamente investite erano state pari a 3.430 milioni di euro. Senza contare le sette operazioni con un equity value superiore ai 150 milioni di euro (large e mega deal), l'ammontare mediamente investito per singola operazione è di 7 milioni di euro.

Anche le operazioni di dismissione sono state maggiori dell'anno precedente: nel 2014 si sono registrate 174 operazioni che hanno riguardato 147 aziende per un ammontare disinvestito pari a 2.632 milioni di euro. Si tratta in particolare di operazioni di trade sale (la partecipazione viene ceduta ad un soggetto di natura imprenditoriale), buy back (l'imprenditore dell'azienda partecipata riacquista la quota di capitale sociale detenuta dal fondo d'investimento), vendita ad altri investitori istituzionali, write off e solo in minima parte cessione sul mercato azionario od offerta pubblica di sottoscrizione.

Borsa Italiana, dal canto suo, ha recentemente creato nuovi mercati per la quotazione, con procedure di ammissione semplificate e visibilità internazionale, al fine di creare un ambiente adatto alle esigenze delle PMI. La quotazione può risultare uno strumento utile per:

- Finanziare la crescita.
- Diversificare le fonti di finanziamento e ridurre la dipendenza da fonti esterne.
- Aumentare la capacità competitiva, rafforzando la visibilità e l'immagine dell'impresa sia a livello nazionale che a livello internazionale.
- Aumentare la forza contrattuale con fornitori e clienti.
- Attrarre risorse qualificate ed aumentare la motivazione del management esistente

attraverso piani di incentivazione.

- Agevolare il passaggio generazionale nelle aziende familiari.
- Incentivare una gestione dell'impresa più sofisticata.
- Accelerare i processi di internazionalizzazione.

Vero è che la quotazione non è un processo semplice e alla portata di tutte le aziende. Affinché una società possa essere ammessa deve soddisfare una serie di requisiti sostanziali quali: il possesso di una struttura finanziaria equilibrata, l'elaborazione di una strategia chiara e focalizzata sulla creazione di valore, un posizionamento competitivo e una organizzazione manageriale che permetta l'autonomia gestionale. Esistono poi dei requisiti formali, che dipendono dal mercato o dal segmento di mercato in cui ci si vuole quotare e riguardano, ad esempio, i bilanci, la capitalizzazione, il flottante, l'informativa da rendere disponibile al mercato.

A fine 2014 risultano quotate sui mercati di Borsa Italiana 342 società: 285 sui mercati regolamentati e 57 su AIM Italia. La capitalizzazione complessiva delle società quotate è attorno a 470,4 miliardi di euro, pari al 29,1% del PIL, in crescita rispetto all'anno precedente ma comunque ad un livello inferiore agli standard europei. Per di più una delle caratteristiche del nostro mercato azionario è l'alto grado di concentrazione, sia della capitalizzazione, che degli scambi: le 40 azioni dell'indice FTSEMIB contano per oltre l'80% della capitalizzazione e per oltre il 90% degli scambi. Dall'anno 2000 al 2013 vi sono state 207 IPO che hanno raccolto complessivamente 31,8 miliardi di euro. Tuttavia, se si fa riferimento solo alle IPO "piccole", quelle sotto i 100 milioni di euro di controvalore, le operazioni sono state 131 e hanno raccolto 3,8 miliardi di euro, con una dimensione media di 29 milioni di euro (Fumagalli, 2014, 115).

Molto risulta ancora da fare affinché le imprese italiane riescano a superare il problema dimensionale, guadagnando in efficienza e competitività. Pur riconoscendo alla SPAC un potenziale limitato (così come l'IPO in generale) rispetto all'inverso mondo delle PMI italiane, questo veicolo d'investimento ha il pregio di favorire l'accesso di una società operativa al mercato dei capitali e merita quindi di essere approfondito. In particolare per l'azienda di medie dimensioni la business combination con la SPAC può risultare una valida alternativa al tradizionale IPO per tempistiche, costi e formalità del processo, oltre che per le competenze manageriali apportate dai promotori della SPAC.

### **2.3 L'adeguamento alla normativa italiana: aspetti giuridici**

La SPAC nasce nel diritto statunitense non come una nuova entità giuridica bensì come uno strumento che può utilizzare una tipologia sociale già esistente. Nel caso italiano la tipologia di riferimento è senza dubbio la Società per Azioni. Ciò che va indagato è l'effettiva possibilità che tale veicolo d'investimento possa trovare spazio nell'ordinamento italiano. Benché l'oggetto sociale della SPAC sia assimilabile a quello tipico degli intermediari finanziari che svolgono, nei confronti del pubblico o meno, attività di assunzione di partecipazione ai sensi degli art. 106 o 113 del Testo Unico Bancario, questo veicolo d'investimento ha degli aspetti, quali le modalità e i termini entro cui deve svolgersi l'affare, del tutto peculiari. Queste caratteristiche vanno replicate nella SPAC di diritto italiano, in aderenza alla normativa sulla S.p.A.

A tal proposito Donativi e Corigliano (2010) individuano quattro aspetti rilevanti che caratterizzano il funzionamento delle SPAC: il vincolo di durata della società, l'indisponibilità del patrimonio fino alla conclusione dell'affare, l'approvazione dell'acquisizione da parte dell'assemblea e il diritto di recesso per il socio dissenziente.

Il vincolo di durata può essere inserito nella SPAC di diritto italiano in due modi. Anzitutto gli amministratori possono apporre in statuto una clausola di scioglimento specifica, che va ad aggiungersi alle cause di scioglimento già previste dalla legge. In questo caso la clausola deve essere predisposta in modo tale da operare in automatico, nel momento in cui non si realizza la business combination. In alternativa si può fissare un termine di durata, trascorso il quale si ha lo scioglimento della società. Anche in questo caso è bene indicare in statuto le modalità e i criteri di liquidazione al fine di evitare il passaggio assembleare.

Veniamo ora alla questione relativa all'indisponibilità del patrimonio fino alla conclusione della business combination. Tale previsione sarebbe, secondo gli autori, in contrasto con quanto stabilito dal Codice Civile in tema di amministrazione della società. Il codice infatti afferma che la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380 bis c.c.). E' necessario, quindi, indicare in statuto che i proventi raccolti con la sottoscrizione pubblica sono depositati in un conto vincolato al fine di essere utilizzati per il compimento dell'oggetto sociale, vale a dire la realizzazione dell'affare. In questo modo si crea una specifica limitazione al potere degli amministratori che risulta, però, compatibile con la finalità perseguita dalla società e, per questa ragione, la si può considerare legittima.

Un altro punto riguarda l'approvazione dell'acquisizione da parte dell'assemblea. Benché le

norme sulla S.p.A non prevedono il voto assembleare per una siffatta fattispecie sarà sufficiente, anche in questo caso, prevedere in statuto un'apposita clausola che stabilisca che la decisione di acquisizione debba essere sottoposta al voto assembleare. Va tenuto presente che i quorum deliberativi e costitutivi sono fissati dalla legge e cambiano in base al mercato nel quale avviene la negoziazione del titolo. In statuto si dovrà quindi indicare solo il tetto massimo entro il quale è consentito l'esercizio del diritto di recesso.

L'ultimo aspetto riguarda la facoltà di recesso da riconoscere al socio dissenziente. Contrariamente a quanto visto sopra non è possibile in questo caso utilizzare il meccanismo della deroga statutaria; tale possibilità è infatti riconosciuta per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Il diritto al rimborso delle azioni deve quindi essere ricavato tra le previsioni legislative dell'art. 2437 c.c. in tema di "Diritto di recesso" (concesso sia ai soci dissenzienti ma partecipanti all'assemblea, che ai soci assenti). Tra le possibili cause di recesso riconosciute dalla norma, viene data facoltà di recesso ai soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti la trasformazione della società. Secondo i due autori, però, questa previsione non è sufficiente a coprire tutte le fattispecie con le quali si può realizzare la business combination. In particolare non si ha trasformazione della società qualora la SPAC acquisti una partecipazione azionaria di minoranza.

Altra possibilità che la norma riconosce è la facoltà di recesso per quei soci che non hanno votato a favore della proroga del termine. Qualora lo statuto della SPAC preveda il vincolo di durata (come da ipotesi precedentemente esaminata) si avrà il riconoscimento *ex lege* del diritto di recesso per quei soci che, all'atto della votazione della business combination e della contestuale modifica dei termini di durata della società, dovessero votare contro la delibera. A ben vedere tutte le SPAC di diritto italiano hanno seguito quest'ultima impostazione, inserendo in statuto un termine di durata di 24 mesi, anche se alcune SPAC consentono una proroga del termine qualora sia stato sottoscritto e comunicato al mercato un accordo per la realizzazione della business combination.

Infine, è bene ricordare che i promotori della SPAC sottoscrivono delle azioni con caratteristiche diverse rispetto a quelle degli investitori. Conformemente alla legge italiana che permette la creazione di particolari categorie di azioni, lo statuto deve riservare ai fondatori delle azioni speciali con le seguenti caratteristiche:

- Intrasferibilità fino ad un periodo prestabilito, successivo al completamento della business combination.
- Assenza del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della società.

- Esclusione dal diritto di partecipare alla distribuzione degli utili, in assoluto o per un periodo prestabilito.
- Postergazione rispetto alle azioni ordinarie del diritto alla liquidazione in caso di scioglimento della società.

Lo statuto deve prevedere le modalità e le tempistiche per l'automatica conversione delle azioni speciali in ordinarie. Solitamente viene fissato un rapporto di cambio che ad una azione speciale fa corrispondere più azioni ordinarie. Il meccanismo prevede poi che una parte delle azioni speciali sia convertita a seguito della delibera assembleare di approvazione della business combination mentre la restante parte sarà convertita in azioni ordinarie, sempre secondo lo stesso rapporto di cambio, solo nel caso in cui il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie raggiunga o superi determinate soglie. Se entro un arco temporale prestabilito questa condizione non si realizza, le azioni speciali residue sono convertite in base al rapporto del tipo 1:1.

Un'ultima annotazione riguarda l'opportunità di inserire in statuto le cosiddette clausole di good leaver (comunemente usate dai fondi di private equity) allo scopo di preservare l'originario funzionamento della SPAC. Queste clausole mirano ad esempio a prevenire l'ipotesi che l'assemblea ordinaria possa votare il cambio degli amministratori, oppure la distribuzione di utili. Negli statuti viene così disposta la conversione automatica di tutte le azioni speciali in azioni ordinarie qualora l'assemblea dei soci revochi, in assenza di giusta causa, l'incarico ad uno o più amministratori. Ed ancora, viene disposto che l'eventuale delibera assembleare che approva la distribuzione degli utili o delle riserve disponibili deve essere approvata anche dall'assemblea dei titolari di azioni speciali.

L'insieme delle previsioni statutarie viste sopra fa sì che questo strumento di diritto americano possa essere replicato all'interno dell'ordinamento italiano, in aderenza alla normativa della S.p.A., mantenendo intatte tutte quelle caratteristiche e quei meccanismi che garantiscono l'equilibrio di interessi tra investitori e promotori.

## **2.4 Il mercato di riferimento**

La quotazione della SPAC può avvenire in due differenti mercati gestiti da Borsa Italiana: il MIV (Mercato degli Investment Vehicles) e l'AIM Italia. Analizziamo ora le caratteristiche di questi due mercati e le regole per l'ammissione.

## 2.4.1 Il MIV

Il MIV è un mercato regolamentato dedicato esclusivamente ai veicoli d'investimento, aperto sia ad investitori retail che ad investitori professionali.

Questo mercato è in grado di accogliere diverse tipologie di investimento grazie ad un assetto regolamentare flessibile. Il MIV si divide infatti in 4 segmenti, ognuno dei quali è dotato di specifiche regole per l'ammissione. I segmenti sono:

- Fondi chiusi: segmento dedicato alla negoziazione dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari.
- Investment companies: segmento riservato alle società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e il cui oggetto sociale esclusivo sia l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate, ovvero in strumenti finanziari, rami d'azienda o complessi aziendali.
- Real estate investment companies: segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e che svolgono in via prevalente attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare.
- Special investment vehicles (SIV): segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento non prevede un sufficiente livello di diversificazione degli assets (qui rientrano le SPAC) e le società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità (veicoli multi-strategy).

In generale, i punti di forza che Borsa Italiana riconosce a questo mercato sono: flessibilità regolamentare, standing analogo al mercato principale (MTA) e in linea con la regolamentazione europea, scambi in modalità di negoziazione continua e nella medesima piattaforma del mercato principale, nessuna restrizione di sede legale o di domicilio fiscale, ampia libertà nella politica d'investimento che rende questo mercato adatto ad ospitare anche strumenti e strutture legali sofisticate, focus sui veicoli d'investimento. Le società che si quotano in questo mercato sono soggette al regolamento di Borsa Italiana e al regolamento Consob (che si applica a tutti i mercati regolamentati).

Il segmento SIV è stato introdotto il 24 maggio 2010 e, a differenza degli altri segmenti, è accessibile ai soli investitori professionali. I parametri per l'ammissione stabiliscono che la società richiedente deve avere una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro ed un flottante del 35%. Inoltre il management della società deve aver maturato almeno tre anni di esperienze nella gestione strategica degli investimenti. Non è obbligatorio che il CDA della SPAC sia composto da amministratori indipendenti, anche se Borsa Italiana ne consiglia la presenza. L'investment policy per il segmento SIV è libera in termini di diversificazione degli

investimenti ma richiede che almeno il 50% del totale degli attivi debba essere investito entro 36 mesi dall'ammissione. Tale termine temporale deve essere presente nello statuto della società. Per le SPAC è inoltre necessaria la costituzione di un conto vincolato in cui depositare il capitale raccolto in fase di quotazione. Tali somme potranno essere investite solo in attività prive di rischio.

Il mercato MIV si caratterizza per la presenza dello Sponsor, un intermediario finanziario (banca o altro soggetto autorizzato all'esercizio dell'attività di collocamento dei strumenti finanziari) che accompagna la società sia nella fase di quotazione che durante il primo anno di permanenza sul mercato, garantendo e vigilando sulla qualità complessiva dell'investimento e sostenendo la liquidità del titolo.

Il processo di ammissione inizia con la presentazione a Borsa Italiana della domanda di ammissione che deve contenere i seguenti allegati:

- Delibera dell'organo competente che ha approvato la presentazione della domanda di ammissione.
- Copia dello Statuto della società.
- Copia della delibera di approvazione della politica d'investimento e la politica d'investimento stessa.
- Prospetto informativo approvato dalla Consob o dall'equivalente autorità competente nel caso di società estere. Il prospetto informativo deve riportare dettagliate informazioni circa la società, i termini e le condizioni dell'offerta, i soggetti incaricati alla revisione legale dei conti e i fattori di rischio relativi all'emittente e al mercato in cui opera.
- Documento attestante la costituzione di un conto vincolato.
- Sintetico curriculum vitae dei componenti dell'organo amministrativo e dei dirigenti.
- Copia dell'ultimo bilancio o, in assenza, della situazione patrimoniale ed economica relativa ad un periodo inferiore all'anno che sia stata sottoposta al giudizio di una società di revisione.
- Relazione della società di revisione.
- Politica di gestione dei conflitti d'interesse per individuare le circostanze che generano o potrebbero generare conflitti d'interesse e per definire le procedure da seguire e le misure da adottare per risolvere tali conflitti.

La domanda di ammissione deve essere valutata da Borsa Italiana entro due mesi dalla sua presentazione e si perfeziona quando Borsa Italiana, accertata la messa a disposizione al pubblico del Prospetto Informativo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e il

segmento di mercato in cui verrà negoziato lo strumento finanziario.

E' chiaro che il mercato MIV può ospitare la SPAC fin tanto che questa mantiene i connotati del veicolo d'investimento. A conclusione della business combination la SPAC dovrà richiedere il trasferimento dei propri strumenti finanziari presso un altro mercato. Nel frattempo, però, e in considerazione della natura esclusivamente istituzionale degli investitori presso il segmento SIV, il Regolamento consente alla SPAC la continuità della quotazione anche a seguito dell'acquisizione della società target e quindi di modifica sostanziale dell'attività economica e del funzionamento della società stessa. Non è altresì richiesta una nuova attestazione dello Sponsor sul sistema di controllo e di gestione e sul piano industriale (salvo l'eventuale sospensione della negoziazione a discrezione di Borsa Italiana).

#### **2.4.2 L'AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale**

AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale è il mercato dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. Questa piattaforma, che riproduce il modello già sperimentato dalla London Stock Exchange nel Regno Unito, è nata il 1° marzo 2012 a seguito dell'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC.

Il regolamento dell'AIM Italia rispecchia le principali caratteristiche dell'AIM inglese, con alcuni adattamenti appositamente studiati per meglio rispondere alle peculiarità della realtà economica ed imprenditoriale italiana.

Si tratta anzitutto di un mercato non regolamentato aperto agli investitori istituzionali e, a quotazione terminata, anche agli investitori retail (possibilità di accedere al solo mercato secondario). Trattandosi di una quotazione senza sollecitazione al pubblico risparmio l'intero processo risulta più snello e veloce (rimane comunque possibile avviare in AIM Italia un'IPO aperta agli investitori retail ma in questo caso sarà necessario predisporre il prospetto informativo e munirsi dell'autorizzazione della Consob). AIM Italia si basa su due regolamenti principali: il Regolamento Emittenti e il Regolamento Nominated Advisers, entrambi messi a punto da Borsa Italiana. I requisiti formali per l'ammissione richiedono un flottante almeno del 10% e nessun limite minimo di capitalizzazione. La richiesta va presentata compilando il documento di ammissione mentre non è richiesta la predisposizione del prospetto informativo. A differenza degli altri mercati non è altresì necessario che la società possieda una storia operativa, che sia dotata di un codice di corporate governance e che elabori i resoconti trimestrali.

L'aspetto più innovativo di AIM Italia è sicuramente la presenza del Nominated Adviser

(Nomad), una figura chiamata a mettere la propria esperienza a servizio della società richiedente l'ammissione e, forte della propria reputazione, a presidiare l'integrità del mercato garantendo il rispetto dei regolamenti. Per ottenere la qualifica di Nomad, ai sensi del Regolamento Nominated Advisers è necessario essere una società di capitali nota al mercato e con adeguata professionalità, avere il bilancio certificato da una società di revisione, aver esercitato almeno per due anni attività di corporate finance collezionando un certo numero di operazioni rilevanti, avere un numero sufficiente di key executives dotati di adeguata professionalità e comprovata esperienza nel campo del corporate finance, porre in essere adeguati controlli e procedure al fine di rispettare il Regolamento Nominated Advisers. I soggetti abilitati ad operare come Nomad sono censiti nell'apposito registro presso Borsa Italiana.

I compiti del Nomad sono così riassumibili:

- Valutare l'appropriatezza della società che presenta domanda di ammissione all'AIM Italia attraverso la due diligence.
- Gestire il processo di quotazione coordinando il team di consulenti coinvolti e pianificando, assieme alla società richiedente, le tempistiche per la predisposizione del documento di ammissione.
- Assistere la società in via continuativa (anche una volta terminata la quotazione) verificando preventivamente i comunicati rilevanti che devono essere diffusi al pubblico, monitorando l'attività di negoziazione degli strumenti finanziari emessi e assistendo la società in occasione di qualsiasi modifica della composizione del consiglio d'amministrazione.

Il Nomad può svolgere anche il ruolo di broker e gestire così il processo di collocamento delle azioni, oltre al ruolo di specialist per garantire la liquidità dei titoli.

La quotazione inizia con una fase preparatoria che può essere svolta direttamente dal management della società richiedente oppure attraverso la consulenza di un advisor finanziario. L'obiettivo di questa fase è verificare che la società sia dotata di tutti gli strumenti organizzativi, gestionali e manageriali necessari a sottoporsi al regime di trasparenza richiesto da AIM Italia e a relazionarsi con gli analisti e gli investitori in modo tempestivo e completo.

Un efficace processo di preparazione ed autodiagnosi dovrebbe portare la società a predisporre un piano industriale sostenibile definendo il proprio posizionamento competitivo, a individuare una strategia chiara, a sviluppare una sensibilità comunicativa in ambito finanziario, a quantificare l'ammontare delle risorse finanziarie da raccogliere con la

quotazione, ad effettuare eventuali riorganizzazioni societarie (ad es. semplificare la struttura ed identificare il perimetro societario da portare in quotazione) e ad apportare eventuali aggiustamenti al sistema di controllo di gestione. Completata questa fase la società deve nominare il Nomad che effettua la due diligence e rilascia la certificazione di appropriatezza. A questo punto è possibile inoltrare la comunicazione di pre-ammissione e la domanda di ammissione a Borsa Italiana che gestirà il processo di ammissione in 10 giorni. Il documento di ammissione deve contenere le informazioni sull'emittente, la panoramica delle attività svolte, le informazioni supplementari sulla struttura e sul funzionamento della società, l'impiego dei proventi, i fattori di rischio, le informazioni sugli strumenti finanziari da offrire ed ammettere alla negoziazione.

Il regolamento stabilisce che Borsa Italiana può rifiutare l'ammissione di una società su AIM Italia in caso di irregolarità o di incompletezza della domanda di ammissione o se ritiene che l'ammissione potrebbe arrecare danno all'ordinato funzionamento del mercato o alla reputazione di AIM Italia.

	<b>MIV (segmento SIV)</b>	<b>AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale</b>
<b>Tipo mercato</b>	Regolamentato	Non regolamentato
<b>Investitori</b>	Istituzionali	Istituzionali Retail (solo dopo l'IPO)
<b>Capitalizzazione minima</b>	€ 40 mln	€ 3 mln
<b>Flottante minimo</b>	35%	10%
<b>Prospetto informativo</b>	Obbligatorio	Non previsto
<b>Track record del management</b>	Almeno 3 anni	Almeno 3 anni
<b>Amministratori indipendenti</b>	Raccomandato	Nessun requisito formale
<b>Principale advisor</b>	Sponsor	Nomad
<b>Rendiconti</b>	Trimestrali Semestrali Annuali	Semestrali Annuali
<b>Tempi massimi per l'ammissione</b>	2 mesi	10 giorni

**Figura 7: Caratteristiche del segmento SIV e del mercato AIM Italia a confronto.**

La figura 7 riassume le principali caratteristiche dei due mercati appena esaminati per meglio apprezzare le differenze tecniche. Ovviamente la valutazione del mercato ottimale nel quale attivare il processo di quotazione viene compiuta anche in termini di costi, di prestigio di mercato, di visibilità nazionale ed internazionale e di strategia perseguita.

# CAPITOLO 3

## ANALISI DELLE SPAC ITALIANE

### 3.1 Panoramica sulle SPAC in Italia

La figura 8 ci fornisce il quadro generale delle SPAC ad oggi operanti in Italia. Anzitutto possiamo constatare che in circa quattro anni e mezzo sono sette le SPAC ad essersi affacciate sul mercato italiano, quattro delle quali hanno già concluso la business combination mentre una si appresta a votare il progetto di fusione. Il tempo medio per annunciare l'accordo con la società target è pari a 486 giorni (il range va dai 399 giorni impiegati da Space ai 609 giorni utilizzati da Industrial Stars of Italy) a cui vanno aggiunti in media altri 39 giorni per ottenere la delibera dell'assemblea dei soci. A differenza quindi delle SPAC americane le operazioni di voto vengono esperite in tempi molto brevi, segno che forse i promotori italiani tendono a garantirsi il sostegno degli azionisti principali ancor prima di formalizzare l'intesa tra SPAC e società target.

Nome SPAC	Italy 1 Investment S.A.	Made in Italy 1 S.p.A.	Industrial Stars of Italy S.p.A.	SPACE S.p.A.	Green Italy 1 S.p.A.	Space 2 S.p.A.	Capital for Progress 1 S.p.A.
<b>Data inizio negoziazioni</b>	27/01/2011	27/06/2011	18/07/2013	12/12/2013	27/12/2013	31/07/2015	04/08/2015
<b>Mercato</b>	MIV	AIM Italia	AIM Italia	MIV	AIM Italia	MIV	AIM Italia
<b>Capitale raccolto</b>	150 mln €	50 mln €	50 mln €	130 mln €	35 mln €	300 mln €	51 mln €
<b>Sponsor/ Nomad</b>	Banca Imi S.p.A.	Centobanca S.p.A.	Ubi Banca S.C.p.A.	Equita SIM S.p.A.	Intermonte SIM S.p.A.	Equita SIM S.p.A.	Banca Imi S.p.A.
<b>Società target</b>	Ivs Group S.p.A.	Sesa S.p.A.	Lu-Ve S.p.A.	F.I.L.A. Fabbrica Italiana Lapis e Affini S.p.A.	Prima Vera S.p.A.	In corso	In corso
<b>Business combination</b>	12/04/2012	27/11/2012	28/04/2015	20/02/2015			
<b>Recesso investitori</b>	21,3%	16,4%	0%	0%			

**Figura 8: Dati sintetici sulle SPAC in Italia aggiornati ad agosto 2015.**

Oltre alle tempistiche vale la pena considerare la frequenza con cui queste iniziative sono state presentate. Si tratta infatti di un aspetto per niente casuale se si analizza la composizione del gruppo manageriale che di volta in volta istituisce il veicolo. Italy 1 Investment, è una SPAC di diritto lussemburghese promossa da un team internazionale composto da tre manager italiani (Vito A. Gambarale, Carlo Mammola, Giovanni Revoltella) e tre manager tedeschi (Roland Berger, Florian Lahnstein, Gero A. Wendenburg) che in patria avevano già portato a compimento la SPAC Germany 1 Acquisition. Made in Italy 1 nasce invece su iniziativa di Luca F. Giacometti, Simone Strocchi e Matteo Carlotti. Tutti e tre i manager, dopo aver positivamente concluso questa prima esperienza, si sono impegnati in nuovi progetti, attraverso collaborazioni inedite. Ecco che Luca Giacometti e Simone Strocchi fanno parte del team di promotori che nel 2014 ha dato vita ad una SPAC innovativa (Ipo Challenger) di cui tratteremo a parte. Sempre Luca Giacometti, assieme a Gino Lugli, Stefano Malagoli e Silvio Marengo sta mettendo ora a punto la quotazione di Glenalta Food S.p.A. Infine Matteo Carlotti è tra i promotori di Green Italy 1 S.p.A. assieme alle società VedoGreen e Idea Capital Funds. Ancora, la stampa economica preannuncia che Attilio Arietti e Giovanni Cavallini, soci promotori di Industrial Stars of Italy, sono pronti a mettere in cantiere un nuovo veicolo d'investimento. L'idea di replicare l'esperienza con lo stesso gruppo di soci promotori è già stata concretizzata dalla società Space Holding (di cui sono soci Gianni Mion, Roberto Italia, Sergio Erede, Carlo Pagliani, Edoardo Subert) che, appena archiviato il progetto Space, ha avviato la quotazione di Space 2. Per concludere, i soci di Capital for Progress 1 (Massimo Capuano, Antonio Perticone, Marco Fumagalli) risultano tutti alla prima esperienza con questo veicolo d'investimento. In definitiva la SPAC sembra riuscire sia ad attirare l'interesse di nuove risorse, che convincere coloro i quali si sono già fatti promotori di un progetto e decidono, soddisfatti dei buoni risultati ottenuti, di dar vita ad una nuova iniziativa. Il segnale è decisamente incoraggiante e preannuncia interessanti sviluppi.

Nel curriculum dei promotori ritroviamo esperienze pregresse nel private equity, nei fondi chiusi d'investimento e nell'investment banking, nonché attività manageriali e di consulenza di operazione di M&A e strutturazione di deal.

Consideriamo ora l'ammontare dei fondi raccolti. Ovviamente tutto parte dalla strategia d'investimento: le SPAC che hanno scelto di ricercare una target con capitalizzazione compresa tra i 100 e i 200 mln di euro si sono poste un limite alla raccolta fondi attorno ai 65 mln di euro ed hanno scelto (in ragione anche della capitalizzazione minima richiesta sul mercato MIV e pari a 40 milioni di euro), di quotarsi sul mercato AIM Italia. Le tre SPAC

presenti sul mercato MIV sono invece orientate alla ricerca di società di dimensioni maggiori, il cui equity value sia almeno pari a 300 milioni di euro.

Tutte le SPAC forniscono poi alcune indicazioni di massima, affermando che la target sarà ricercata tra quelle società che dimostrano una stabile capacità di generare cassa, un posizionamento strategico o una leadership di mercato, dei solidi risultati economici e un forte orientamento alla crescita sia a livello nazionale che internazionale. Questi criteri potranno essere anche solo rispettati in parte mentre viene escluso a priori che la target possa essere una real estate company, una società appartenente al settore finanziario, al power generation da fonti rinnovabili, oppure si trovi nella fase di start up o di turnaround. In aggiunta a quanto detto Green Italy 1 individua uno specifico settore d'investimento (la ricerca è rivolta a società appartenenti alla green economy e quindi aziende che producono beni o offrono servizi realizzati in un'ottica di sostenibilità ambientale e di efficienza delle risorse) ed è quindi, ad oggi, l'unica SPAC italiana non generalista.

Passiamo a considerare i costi di quotazione. Ogni SPAC è tenuta a presentare nel prospetto informativo (o nel documento di ammissione) una stima dei costi relativi al progetto di quotazione e, più in generale, alla gestione d'impresa. In realtà molto spesso le informazioni vengono presentate in maniera sommaria e risulta perciò difficile fare un confronto tra le SPAC. Riportiamo di seguito i dati forniti da Industrial Stars of Italy, Space, Space 2 e Capital for Progress1.

Industrial Stars of Italy (50 milioni di euro di capitalizzazione e quotazione su AIM Italia) prevede delle spese per prestazioni professionali ed altri costi di ammissione alla negoziazione pari a 580.000 euro. A questi vanno aggiunte le commissioni di collocamento da riconoscere all'intermediario e pari all'1,60% dei proventi raccolti con la sottoscrizione delle azioni ordinarie (800.000 euro), per un preventivo di spesa relativo alla quotazione di 1.380.000 euro. Vengono poi calcolati costi fissi annui per circa 460.000 euro da ricondurre principalmente alla commissione del Nomad, ad attività di servicing, accounting, audit, agli emolumenti dei membri del Collegio Sindacale e dei membri del Consiglio di Amministrazione. Non sono stimati i costi di due diligence.

Space (150 milioni di euro di capitalizzazione e quotazione sul MIV) mette in preventivo un esborso pari a 1.200.000 euro, così ripartito:

- Spese legali e notarili 600.00 euro.
- Spese di revisione legale dei conti, servizio titoli e gestione dei conti vincolati. 100.000 euro,

- Spese di ammissione alla quotazione e sponsor 200.000 euro.
- Spese varie di comunicazione e marketing, altre spese 300.000 euro.

A questi costi vanno aggiunte le commissioni a favore dell'intermediario per l'attività di collocamento. L'accordo prevede che Space paghi all'intermediario una prima commissione pari al 2,25% del controvalore delle azioni ordinarie collocate con l'IPO (2.925.000 euro) e un'ulteriore commissione del 2,25% calcolata in buona parte sul controvalore delle azioni ordinarie che residuano dopo la business combination (vengono escluse le azioni oggetto del diritto di recesso o dell'opzione di vendita, non riallocate agli investitori) e per una minima parte in base alla dimensione dell'offerta. La seconda tranche commissionale è legata al buon esito dell'operazione (il global coordinator partecipa al rischio dell'investimento) e contiene una quota a discrezione dell'emittente pari allo 0,25%.

Space 2 (300 milioni di euro di capitalizzazione e quotazione sul MIV) ipotizza dei costi relativi al processo di quotazione pari a 1.000.000 euro, a cui va aggiunta la remunerazione del global coordinator, che si compone di un compenso fisso pari a 400.000 euro e di una commissione il cui ammontare, comprensivo della parte discrezionale, può al massimo essere pari all'1,25% dei proventi dell'offerta (3.750.000 euro). Space 2 ha inoltre sottoscritto un contratto con la società promotrice (Space Holding) per l'erogazione da parte di quest'ultima di servizi di consulenza inerenti la ricerca e selezione di potenziali target, nonché lo studio e l'esecuzione di possibili operazioni rilevanti, servizi di consulenza inerenti alla gestione dei rapporti con gli investitori e il mercato e altri servizi relativi alla gestione operativa ordinaria di Space 2. In base a questo accordo possiamo quindi farci un'idea dei costi di due diligence. Il contratto parte dalla data di quotazione e dura fino alla data di efficacia dell'operazione rilevante (o la scadenza di un termine massimo) e prevede che Space 2 paghi alla società un importo annuale forfettario pari allo 0,33% dei proventi complessivi dell'offerta come corrispettivo per le prestazioni ricevute e un ulteriore importo annuale pari a 50.000 euro, quale rimborso spese. L'importo annualmente corrisposto sarà quindi di 2.080.000 euro.

Capital for Progress 1 (51 milioni di euro di capitalizzazione e quotazione su AIM Italia) ipotizza costi fissi annui (nei quali non rientrano i costi di due diligence) pari a 250.000 euro, mentre le spese e le commissioni relative all'IPO faranno uscire dalla società 1.250.000 euro.

Il paragone tra le cifre preventivate dalle SPAC presenti in Aim Italia e quelle quotate sul MIV non risulta semplice a causa della notevole differenza nell'ammontare raccolto con l'IPO ma l'idea è che, in proporzione, la quotazione sul MIV richieda costi maggiori a causa di una procedura più articolata (maggiore documentazione da produrre).

Rimane a questo punto da verificare come le varie SPAC intendono coprire i costi di ammissione alla quotazione e più in generale i costi operativi. Il meccanismo utilizzato è abbastanza comune a tutte le SPAC e prevede l'utilizzo delle risorse iniziali derivanti dal conferimento dei soci promotori e del 100% degli interessi maturati o maturandi del conto vincolato. In aggiunta, Italy 1 Investment, Space e Space 2 fanno rientrare tra le somme utilizzabili una parte dei proventi raccolti (le somme vincolate per queste tre SPAC sono rispettivamente pari al 99,2%, il 99% e il 98,5% della raccolta complessiva). Made in Italy 1, Industrial Stars of Italy, Green Italy e Capital for Progress 1 hanno scelto invece di depositare nel conto vincolato l'intero ammontare raccolto in fase di offerta iniziale di sottoscrizione, L'ultima distinzione che qui si segnala riguarda la soglia di recesso. Tutte le SPAC appartenenti al mercato AIM Italia ammettono un recesso pari al 30% del capitale sociale mentre Italy 1 Investment fissa il limite al 35%, Space e Space 2 al 33%. Com'è possibile vedere dalla figura 8 la soglia di recesso non rappresenta, ad oggi, un reale scoglio per la realizzazione della business combination, che in alcuni i casi è stata approvata senza alcuna defezione.

### **3.2 La quota degli investitori**

La struttura della quota è un elemento importante dell'offerta della SPAC: l'emissione combinata di azioni e warrant a negoziazione separata da flessibilità all'investimento e consente anche ai soci recedenti in fase di business combination di ottenere una remunerazione. I warrant, poi, garantiscono una appropriazione più che proporzionale della ricchezza creata post business combination, anche se aumentano i rischi di diluizione del capitale sociale. Le SPAC spesso utilizzano l'emissione dei warrant in modo strategico, al fine di rendere appetibile la permanenza dell'investitore anche dopo la business combination. E' il caso di Industrial Stars of Italy che assegna un warrant ogni due azioni sottoscritte nell'ambito dell'offerta iniziale di sottoscrizione ed un ulteriore warrant ogni due azioni possedute viene emesso a favore di tutti i soggetti che risultano ancora azionisti il giorno antecedente alla data di efficacia della business combination (il diritto a ricevere il warrant è incorporato nell'azione e riguarda quindi i soli soci che non effettuano il recesso). Allo stesso modo Space assegna un warrant ogni tre azioni ordinarie sottoscritte e un ulteriore warrant ogni tre azioni possedute alla data di efficacia dell'operazione rilevante. Space 2 emette un warrant ogni quattro azioni ordinarie all'atto dell'offerta iniziale ed un warrant ogni quattro azioni viene assegnato alla data di efficacia della business combination. Capital for Progress 1 utilizza la

stessa tecnica prevedendo l'emissione di due warrant ogni dieci azioni ordinarie sottoscritte nell'ambito dell'offerta iniziale ed altri tre warrant ogni dieci azioni a coloro i quali risultano essere soci della società il giorno antecedente la data di efficacia dell'operazione rilevante.

La figura 9 presenta per ogni SPAC la composizione della quota al momento dell'offerta iniziale, il costo di sottoscrizione ed i parametri adottati per l'esercizio dei warrant. Possiamo individuare almeno tre diversi meccanismi di esercizio dei warrant.

Nome	Italy 1 Investment S.A.	Made in Italy 1 S.p.A.	Industrial Stars of Italy S.p.A.	SPACE S.p.A.	Green Italy 1 S.p.A.	Space 2 S.p.A.	Capital for Progress 1 S.p.A.
<b>Quota</b>	1 warrant ogni 1 azione	1 warrant ogni 1 azione	1 warrant ogni 2 azioni	2 warrant ogni 3 azioni	1 warrant ogni 1 azione	2 warrant ogni 4 azioni	5 warrant ogni 10 azioni
<b>N. azioni ordinarie</b>	15.000.000	5.000.000	5.005.000	12.999.999	3.500.000	30.000.000	5.110.000
<b>Prezzo az. ordinarie</b>	10	10	10	10	10	10	10
<b>Cap. investitori</b>	150.000.000	50.000.000	50.050.000	129.999.990	35.000.000	300.000.000	51.100.000
<b>N. max warrant investitori</b>	15.000.000	5.000.000	2.502.500	8.666.666	3.500.000	15.000.000	2.555.000
<b>Prezzo di sottoscrizione</b>	9,3	0,1	4,65 (con possibile variazione)	gratuito	0,1	0,1	0,1 (con possibile variazione)
<b>Prezzo strike</b>		9,5	9,3	9,5	9,5	9,5	9,5
<b>Prezzo soglia</b>		13,3	13	13	13,3	13	13,3

**Figura 9: La struttura della quota.**

I warrant di Italy 1 investment sono di tipo tradizionale. Essi rappresentano infatti delle opzioni di aumento del capitale a termine che richiedono il versamento di un corrispettivo fisso per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione (azione di compendio). Le grandezze di riferimento sono il prezzo di sottoscrizione e il rapporto di esercizio (che indica il numero, anche frazionario, di azioni di compendio sottoscrivibili a fronte dell'esercizio di un warrant). Nel caso specifico il rapporto di esercizio è del tipo 1:1, ovvero a fronte dell'esercizio di un warrant viene consegnata un'azione di compendio, contro il pagamento per cassa del prezzo di sottoscrizione. Il regolamento dei warrant permette, inoltre, alla società di far esercitare con modalità cashless (ovvero senza obbligo per i possessori di warrant di pagare il prezzo di

esercizio) tutti i warrant per cui è stata presentata la richiesta di esercizio. In questo caso la sottoscrizione delle azioni di compendio sarà effettuata utilizzando le riserve disponibili. Infine viene disposto che i warrant di Italy 1 Investment, da subito negoziati a parte, siano esercitabili al completamento della business combination e comunque dopo che sia trascorso almeno un anno dalla data di inizio negoziazione delle azioni ordinarie. Il termine per la conversione scade alla conclusione del quinto anno di negoziazioni (27 gennaio 2016), oppure con la liquidazione della società, o al riscatto dell'ultimo warrant in circolazione o qualora la società eserciti il diritto di rimborso. Quest'ultima casistica può essere messa in atto solo nel caso in cui il prezzo delle azioni ordinarie sia pari o superiore a 13 euro e prevede che la società corrisponda ai possessori di warrant un'ammontare pari a 0,01 euro per ogni warrant rimborsato. Prima che la delibera di rimborso sia efficace sarà possibile chiedere la conversione dei warrant secondo il metodo prima delineato.

Le restanti SPAC utilizzano un procedimento diverso che, oltre al prezzo di sottoscrizione, tiene conto del prezzo strike (prezzo di riferimento ai fini dell'esercitabilità dei warrant), del prezzo soglia (limite massimo alla rivalutazione dei warrant) e del prezzo di mercato dell'azione ordinaria sottostante. I warrant hanno le seguenti caratteristiche:

- Il prezzo strike è da subito in the money, ovvero inferiore al valore di sottoscrizione dell'azione sottostante.
- Il prezzo strike è fisso e diverso dal prezzo di sottoscrizione che può essere variabile o pari ad un valore prossimo allo zero.
- Il rapporto di esercizio è variabile nel tempo e funzione del prezzo strike, del prezzo medio mensile dell'azione sottostante (ottenuto facendo la media aritmetica dei prezzi medi giornalieri del mese di calendario precedente rispetto alla data di esercizio del warrant) e del prezzo di sottoscrizione. la modalità di calcolo del rapporto di esercizio è la seguente:

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

- Se per effetto del rapporto di esercizio all'atto del calcolo delle azioni di compendio corrispondenti queste risultassero un numero non intero il possessore dei warrant avrà diritto di ricevere azioni corrispondenti al numero intero immediatamente inferiore e non potrà far valere alcun diritto con riferimento alla parte frazionaria eccedente.
- I warrant, liberamente trasferibili, possono essere sottoscritti solo successivamente alla

realizzazione della business combination.

- Il termine di decadenza del warrant è fissato al quinto anno dalla data di efficacia dell'operazione rilevante. La data di scadenza è anticipata nel momento in cui il prezzo medio mensile dell'azione sottostante raggiunge il prezzo soglia, determinando quella che in termine tecnico viene definita la "condizione di accelerazione". Al verificarsi dell'evento la società è tenuta a pubblicare la comunicazione di accelerazione e il rapporto di esercizio (che si ottiene sostituendo, all'interno della formula vista in precedenza, il prezzo medio mensile con il prezzo soglia). Al possessore dei warrant viene dato un tempo congruo per poter esercitare il diritto di conversione.

Come mostra la figura 9 Made in Italy 1, Space, Green Italy e Space 2 hanno optato per un prezzo di sottoscrizione fisso (il rapporto di esercizio in questo caso varia solo al modificarsi del prezzo medio mensile dell'azione sottostante). Il prezzo di sottoscrizione dei warrant Industrial Stars of Italy è fissato a 4,65 euro ma viene data facoltà al Consiglio di Amministrazione di stabilire un diverso prezzo di sottoscrizione, compreso in un intervallo tra 0,10 euro e 4,65 euro, al verificarsi della condizione di accelerazione ovvero nei due mesi antecedenti la scadenza del periodo massimo di esercizio dei warrant. In questo caso il rapporto di esercizio varia non più soltanto al variare del prezzo medio mensile dell'azione sottostante ma anche in funzione dell'eventuale modifica del prezzo di sottoscrizione. La figura 10 utilizza i dati di Industrial Stars of Italy e simula l'esercizio dei warrant nelle due ipotesi di prezzo di sottoscrizione pari a 4,65 euro e pari a 0,10 euro, al fine di valutare le conseguenze di una eventuale decisione sociale di modifica del prezzo di sottoscrizione. Nel calcolo si ipotizza un prezzo medio dell'azione ordinaria pari a 13 euro.

Prezzo di sottoscrizione	4,65	0,10
N. warrant	2.502.500	2.502.500
Prezzo medio mensile az. ordinaria	13,00	13,00
Rapporto di esercizio	0,4431	0,2868
Azioni di compendio	1.108.857	717.717
Controvalore (13€ ad azione)	14.415.141	9.330.321
Costo sostenuto	5.156.185	71.771
Effetto ricchezza	9.258.956	9.258.550

**Figura 10: Simulazione di esercizio dei warrant con diverso prezzo di sottoscrizione.**

Come si poteva immaginare, con un prezzo di sottoscrizione più elevato l'investitore è costretto ad un esborso maggiore ma, grazie ad un rapporto di esercizio più alto, ottiene un numero superiore di azioni di compendio. Sebbene l'effetto ricchezza prodotto dall'esercizio dei warrant non sia molto diverso nelle due ipotesi, in caso di ulteriori apprezzamenti dell'azione ordinaria il possesso di un maggior quantitativo di azioni consente un guadagno maggiore. L'investitore dovrebbe quindi preferire esercitare i warrant ad un prezzo di sottoscrizione più alto. Per la società stessa si tratta dell'ipotesi migliore in quanto garantisce un introito maggiore. Certo, va tenuto presente che l'effetto di diluizione sul capitale è più forte quando il prezzo di sottoscrizione è maggiore.

Per concludere vediamo le regole di Capital for Progress 1. In questo caso il prezzo di sottoscrizione è di 0,10 euro ma ogni mese tale parametro può essere rivisto dal Consiglio di Amministrazione e fissato all'interno di un intervallo tra 0,10 euro e 9,50 euro. Entro il secondo giorno di mercato aperto successivo al termine di ciascun mese, la società deve comunicare il rapporto di esercizio relativo al mese precedente che tiene conto anche dell'eventuale modifica del prezzo di sottoscrizione. In particolare può verificarsi il caso in cui il prezzo di sottoscrizione coincide con il prezzo strike ed ogni warrant esercitato dà diritto a ricevere una azione ordinaria.

### **3.3 La remunerazione dei promotori**

Come detto in precedenza i soci fondatori partecipano all'investimento iniziale sottoscrivendo un certo numero di azioni speciali ed eventualmente di warrant (l'apporto dei fondatori corrisponde a circa il 3% della raccolta complessiva). Per l'attività svolta a servizio della SPAC non è prevista la percezione di un salario o di un compenso e nel caso di non realizzazione della business combination è improbabile che gli amministratori recuperino i soldi inizialmente versati (il diritto di liquidazione dei promotori è subordinato alla completa liquidazione degli azionisti). La remunerazione dei fondatori deve infatti avvenire solo a conclusione di un accordo con la società target che incontri l'approvazione degli azionisti. Per questa ragione, la quota dei promotori deve essere congegnata in modo tale da incorporare un surplus di guadagno rispetto a quanto ottenuto dagli investitori e le variabili che consentono questo risultato sono due: il prezzo di sottoscrizione delle azioni e il rapporto di cambio. Osservando la figura 11 è possibile notare che Italy 1 Investment adotta un meccanismo diverso dalle altre SPAC. Vediamone i dettagli.

Italy 1 Investment segue l'impostazione americana e richiede ai promotori la sottoscrizione

del 20% delle azioni complessivamente emesse ad un prezzo unitario inferiore al centesimo di euro e dell'acquisto del 10% dei warrant della società al costo di 1 euro ciascuno. I warrant dei fondatori sono del tutto uguali a quelli degli investitori ed hanno quindi un prezzo di sottoscrizione pari a 9,3 euro e durata di 5 anni dalla data di inizio negoziazione. Le azioni speciali sono convertite in azioni ordinarie, con rapporto di 1:1, secondo lo schema seguente:

- 1.250.000 azioni speciali convertite in azioni ordinarie 6 mesi dopo la business combination.
- 1.250.000 azioni speciali convertite in azioni ordinarie dopo che per almeno 20 giorni su 30 giorni di negoziazione continui il VWAP (Value Weighted Price, prezzo medio ponderato per i volumi) sia risultato pari o superiore a 11 euro.
- 1.250.000 azioni speciali convertite in azioni ordinarie dopo che per almeno 20 giorni su 30 giorni di negoziazione continui il VWAP (Value Weighted Price, prezzo medio ponderato per i volumi) sia risultato pari o superiore a 12 euro.

Qualora gli eventi al secondo e terzo punto dovessero realizzarsi prima che sia trascorso un anno dall'operazione rilevante, la conversione è rimandata alla data di primo anniversario (il cosiddetto periodo di lock up). Se, nel caso opposto, entro 5 anni dalla business combination non si avverano, in tutto o in parte, le condizioni per la conversione indicate al secondo e terzo punto le azioni vengono estinte al prezzo di 0,0093 euro.

Nome	Italy 1 Investment S.A.	Made in Italy 1 S.p.A.	Industrial Stars of Italy S.p.A.	SPACE S.p.A.	Green Italy 1 S.p.A.	Space 2 S.p.A.	Capital for Progress 1 S.p.A.
<b>N. azioni speciali</b>	3.750.000	150.000	150.000	460.000	120.000	800.000	153.300
<b>Prezzo azioni speciali</b>	0,0093	10	10	10	10	10	10
<b>Warrant promotori</b>	5.000.000			690.000		1.600.000	
<b>Prezzo warrant</b>	1			0		0	
<b>Cap. promotori</b>	5.034.875	1.500.000	1.500.000	4.600.000	1.200.000	8.000.000	1.533.000
<b>Rapporto di cambio</b>	1:1	1:7	1:7	1:5	1:7	1:4,5	1:6

**Figura 11: L'investimento dei promotori.**

Al contrario, le altre SPAC non prevedono l'acquisto di warrant da parte dei soci fondatori (Space e Space 2 assegnano ai promotori dei warrant a titolo gratuito) mentre richiedono il

versamento di un prezzo unitario pari a 10 euro per la sottoscrizione delle azioni speciali. Le azioni speciali rappresentano una piccola frazione delle azioni che compongono l'offerta iniziale ma, a differenza di Italy 1 Investment, danno diritto ad una conversione non proporzionale. Ecco che il procedimento di conversione, in linea di principio comune a tutte le SPAC, assume qui proporzioni diverse. Per avere una chiara idea del meccanismo riportiamo di seguito le regole relative alla conversione delle azioni speciali di Space, così come indicato nello statuto (Art. 5.4, lettera f).

*Le azioni speciali sono convertite automaticamente in azioni ordinarie, prevedendo che per ogni azione speciale si ottengano in conversione n. 5 azioni ordinarie, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale, fermo restando che tale conversione comporterà una riduzione del valore della parità contabile implicita delle azioni ordinarie:*

- *in ogni caso, nella misura del 35% del numero complessivo delle azioni speciali alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante; e*
- *entro 36 mesi dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante nella ulteriore misura (a) del 25% del numero complessivo delle azioni speciali nel caso in cui il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie, per almeno 20 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 11 per azione ordinaria; (b) del 20% del numero complessivo delle azioni speciali nel caso in cui il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie, per almeno 20 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 12 per azione ordinaria; (c) del 20% del numero complessivo delle azioni speciali nel caso in cui il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie, per almeno 20 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 13 per azione ordinaria, restando inteso, ai fini di chiarezza, che gli eventi di cui alle precedenti lettere (a), (b) e (c) potranno verificarsi anche cumulativamente.*

*In ogni caso, decorsi 36 mesi dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, ogni azione speciale residua, non già convertita secondo le ipotesi di cui al precedente punto, si convertirà automaticamente in n. 1 azione ordinaria, senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale.*

Ogni SPAC caratterizza diversamente i valori che riguardano: le percentuali di azioni speciali oggetto delle varie conversioni, il prezzo soglia, il numero di giorni in cui il prezzo deve risultare pari o maggiore del prezzo soglia e il limite temporale entro il quale questi parametri

operano. Il risultato perseguito è il medesimo: al fine di incassare l'intero guadagno i promotori, non solo sono impegnati a raggiungere il miglior accordo possibile con la società target ma sono costretti a seguirla anche successivamente alla conclusione dell'operazione per farla crescere di valore. Gli interessi dei promotori vengono così allineati a quelli degli investitori.

Come da prassi poi i soci promotori di tutte le SPAC prese in esame si impegnano, nei confronti della società, a non trasferire a terzi per un certo periodo di tempo le azioni ordinarie ricevute in conversione delle azioni speciali.

A titolo di esempio riportiamo qui di seguito quanto stabilito da Space (sezione E.5 del prospetto informativo - Accordi di lock-up):

*La società promotrice ha assunto un impegno di lock-up nei confronti della società con riferimento alle azioni ordinarie rivenienti dalla conversione delle azioni speciali, come descritto all'articolo 5 dello statuto, ai seguenti termini e condizioni: con riferimento alle azioni ordinarie rivenienti dalla conversione delle azioni speciali alla data di efficacia dell'operazione rilevante, l'impegno di lock-up avrà una durata pari a 12 mesi dalla data di efficacia dell'operazione rilevante; e con riferimento alle azioni ordinarie rivenienti dalla conversione delle azioni speciali al verificarsi degli eventi indicati nell'articolo 5 dello statuto, l'impegno di lock-up avrà una durata pari a 6 mesi decorrenti dalla relativa conversione, fermo restando che qualora la conversione si verifichi nei 12 mesi successivi alla data di efficacia dell'operazione rilevante, l'impegno di lock-up si intenderà assunto fino all'ultima data tra a) 12 mesi dalla data di efficacia dell'operazione rilevante e b) 6 mesi dalla conversione.*

In aggiunta alle azioni speciali e a titolo gratuito, Space e Space 2 attribuiscono ai promotori un certo numero di warrant. I warrant dei promotori hanno delle caratteristiche e un funzionamento totalmente diverso da quelli abbinati alle azioni ordinarie. In particolare essi non possono essere ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, sono nominativi e trasferibili a terzi solo a decorrere dal terzo anniversario della data di efficacia dell'operazione rilevante. Il loro esercizio può avvenire a partire dal giorno dopo la data di efficacia dell'operazione rilevante e fino al decimo anniversario della medesima data a condizione che il prezzo dell'azione ordinaria sottostante sia risultato pari o maggiore a 13 euro per almeno un giorno di negoziazione. Il prezzo di sottoscrizione dei warrant è di 13 euro e consente di ricevere per ogni warrant posseduto 1 azione ordinaria. Scaduto il termine per la conversione i warrant dei fondatori ancora in essere perdono di efficacia e vengono

estinti.

A questo punto risulta interessante compiere una simulazione per verificare quale possa essere la differenza di guadagno tra promotori ed investitori. La figura 12 è elaborata sulla base dei dati relativi a Space. Il controvalore dell'investimento pre-business combination è un valore teorico, calcolato al costo storico di acquisto (10 euro ad azione sia per gli investitori che per i promotori). In realtà se la SPAC termina il proprio ciclo di vita senza aver concluso l'operazione rilevante il controvalore degli investitori sarà verosimilmente quello riportato nella figura mentre le azioni speciali avranno un controvalore prossimo allo zero.

	Situazione pre-business combination		Situazione post-business combination (prezzo azione ord. 10 €)		Situazione post-business combination (prezzo azione ord. 13 €)	
	Quantità	% Cap.	Quantità	% Cap.	Quantità	% Cap.
<b>Azioni ordinarie</b>	12.999.999		12.999.999		12.999.999	
<b>Warrant</b>	8.666.666					
<b>Azioni di compendio</b>			433.333		2.333.333	
<b>Controvalore investitori €</b>	<b>129.999.999</b>	<b>96,6</b>	<b>134.333.320</b>	<b>92,4</b>	<b>199.333.316</b>	<b>83,7</b>
<b>Azioni promotori</b>	460.000		299.000			
<b>Warrant promotori</b>	690.000				690.000	
<b>Conversione I<sup>^</sup> tranche (161.000 az.)</b>			805.000		805.000	
<b>Conversione II<sup>^</sup> tranche (115.000 az.)</b>					575.000	
<b>Conversione III<sup>^</sup> tranche (92.000 az.)</b>					460.000	
<b>Conversione IV<sup>^</sup> tranche (92.000 az.)</b>					460.000	
<b>Controvalore promotori €</b>	<b>4.600.000</b>	<b>3,4</b>	<b>11.040.000</b>	<b>7,6</b>	<b>38.870.000</b>	<b>16,3</b>

**Figura 12: La remunerazione degli investitori e dei promotori a confronto.**

Nella seconda colonna è presentata la situazione post-business combination nell'ipotesi in cui il prezzo dell'azione ordinaria rimanga fisso a 10 euro. In questo caso il rapporto di esercizio dei warrant posseduti dagli investitori è pari a 0,05 e da diritto ad ottenere 433.333 azioni di compendio. Il cash multiple per gli investitori (rapporto tra il valore dell'investimento realizzato ed il valore investito) è di 1,03X. Nella medesima ipotesi di prezzo dell'azione

ordinaria stabile a 10 euro i promotori ottengono l'immediata conversione di 161.000 azioni speciali (il 35% delle azioni speciali complessivamente emesse) in 805.000 azioni ordinarie (rapporto 1:5), mentre le restanti azioni speciali, non ricorrendo i presupposti di apprezzamento dell'azione ordinaria, vengono convertite, a 36 mesi dalla business combination, secondo il rapporto di 1:1. I warrant in questa ipotesi si estinguono senza effetto alcuno. Il controvalore finale delle azioni in possesso dei promotori sale così a 11.040.000 euro e genera un multiplo pari a 2,4X. In proporzione, quindi, i promotori ottengono molto di più degli investitori e ciò rappresenta la vera ricompensa per l'attività svolta a favore della SPAC. Da notare anche come varia la percentuale di capitale sociale posseduta da investitori e promotori.

Infine è simulata l'ipotesi in cui le azioni ordinarie ottengono una rivalutazione del 30%, raggiungendo la condizione ottima sia per gli investitori che per i promotori: a quota 13 euro, infatti, gli investitori esercitano il diritto di conversione dei warrant nel momento in cui questi hanno raggiunto il limite massimo di rivalutazione (13 euro è il prezzo soglia) mentre tutte le azioni speciali si convertono secondo il rapporto 1:5 e i warrant dei promotori diventano esercitabili.

Le azioni degli investitori ottengono un controvalore di 199.333.316 euro e l'investimento genera un multiplo di 1,5X. Il controvalore delle azioni possedute dai promotori sale a 38.870.000 euro ma, tenuto conto del prezzo pagato per l'esercizio dei warrant (il costo è di 13 euro per ogni warrant esercitato) l'effetto ricchezza per i promotori sarà pari a 29.900.000 euro con un multiplo di 8,45X.

### **3.4 IPO Challenger**

Veniamo ora a presentare l'iniziativa IPO Challenger, che può essere considerata un'evoluzione della SPAC. Come detto in precedenza questo veicolo d'investimento è stato promosso dai fondatori di Made in Italy Simone Strocchi e Luca Giacometti, assieme ad Angela Oggionni e il gruppo Electa. IPO Challenger è diversa da una normale SPAC perché posticipa il momento della quotazione dopo l'effettiva approvazione della business combination da parte degli investitori. In questo modo è la stessa società target a richiedere l'ammissione in borsa e la sottoscrizione delle azioni sarà riservata agli investitori di IPO Challenger che approvano la business combination e alle altre parti coinvolte nell'accordo (promotori e soci della società target). La raccolta fondi presso gli investitori istituzionali non avviene quindi tramite un'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione ma attraverso l'emissione

di un prestito obbligazionario. Le obbligazioni IPO Challenger, collocate da Intermonte, hanno una durata di 12 mesi e sono garantite da un vincolo su cassa che impone il deposito della totalità dei fondi raccolti presso un conto vincolato. Le obbligazioni contengono l'opzione put che consente, a finestre quadrimestrali e con penali decrescenti (3%, 2%, 1%), la liquidazione dell'investimento. I promotori hanno tempo 12 mesi per selezionare una società target, svolgere la due diligence e negoziare le condizioni dell'accordo. Il progetto di aggregazione viene presentato agli investitori che devono approvarlo a maggioranza. Solo con il consenso degli investitori si procede all'IPO della società target. Gli investitori, che hanno votato a favore della business combination, esercitano l'opzione di rimborso in natura e ricevono le azioni e i warrant della società target. Chi non ha votato a favore dell'operazione ottiene il rimborso in denaro delle obbligazioni possedute. Se l'accordo viene bocciato dagli investitori i promotori possono, entro il limite temporale dei 12 mesi, ricercare una nuova società target o rimborsare gli obbligazionisti e liquidare la società.

I soci fondatori partecipano all'investimento con un esborso iniziale pari al 2-3% della raccolta complessiva e non percepiscono alcun compenso per il lavoro svolto. Se l'IPO non viene realizzata i promotori non ottengono nessuna ricompensa; al contrario, con il successo dell'operazione, ricevono le azioni e i warrant della nuova società. Gli strumenti finanziari emessi a favore dei fondatori hanno le stesse caratteristiche di quelli degli investitori ma con la conversione delle obbligazioni ai fondatori viene riconosciuto un numero maggiore di warrant. In particolare gli investitori ottengono, per ogni tranche obbligazionaria da 50 euro rimborsata in natura, 49 azioni ordinarie e 50 warrant mentre i fondatori ricevono, per ogni tranche obbligazionaria, 1 azione ordinaria e 25 warrant. Le azioni dei promotori non sono trasferibili prima che sia trascorso un anno dalla data di efficacia della quotazione.

I vantaggi e gli svantaggi che presenta un'iniziativa di questo tipo rispetto alla SPAC sono:

- Meno formalità e più flessibilità nel strutturare l'offerta iniziale e nello stabilire le linee di governance, in quanto l'operazione non è soggetta ai regolamenti di Borsa Italiana.
- Mantenimento con gli investitori di un clima informale, in cui la comunicazione dell'attività in corso può essere più costante e diretta, senza l'utilizzo di un media relator per la trasmissione delle informazioni regolamentate.
- Semplificazione del diritto di recesso. Per le società quotate su un mercato regolamentato l'art. 2437-ter c.c. stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il

recesso, ovvero dell'assemblea di approvazione della business combination. Ciò pone per le SPAC quotate su un mercato regolamentato un delicato problema in quanto la quotazione nei sei mesi precedenti potrebbe divergere, anche in misura sensibile, dal pro-quota per azione della liquidità segregata, ovvero dal valore di rimborso delle azioni indicato agli investitori in sede di IPO. (Fumagalli, 84). Per ovviare a questo problema gli statuti delle SPAC devono prevedere dei meccanismi alternativi per la liquidazione delle azioni, al fine di garantire che essa avvenga al valore pro-quota della somma vincolata. I tempi di esecuzione, poi, non sono mai immediati: l'esecuzione del diritto di recesso deve seguire una procedura predefinita che prevede specifici obblighi di pubblicazione.

- Quotazione riservata che rende superflue una serie di attività funzionali alla quotazione come il pre-marketing e gli incontri con gli investitori, con conseguente abbattimento dei costi del global coordinator. D'altro canto la quotazione in questo caso riguarderà una società operativa e quindi le formalità a cui ottemperare saranno maggiori.
- Possibilità di entrare da subito nel mercato più adatto per la negoziazione delle azioni della società target.
- Investimento più liquido in quanto l'opzione di put consente di ritornare in possesso dei soldi investiti anche prima del voto assembleare o della scadenza del termine di durata della società. Per contro, qualora l'investitore optasse per il rimborso in denaro delle obbligazioni, egli non otterrebbe alcun strumento finanziario della società target mentre l'investitore della SPAC tradizionale che esercita il diritto di recesso rimane in possesso dei warrant della società.

La sottoscrizione delle obbligazioni di Ipo Challenger si è conclusa il 21 maggio 2014 con 51 milioni di euro raccolti. La ricerca della società target si è concentrata sulle aziende italiane attive nei settori tipici del Made In Italy, con un equity value tra i 100 e i 200 milioni di euro, una posizione di leadership nel mercato domestico e una forte presenza anche all'estero. I promotori sono arrivati a selezionare due aziende vinicole.

Il 31 ottobre 2014 è stato presentato all'assemblea degli obbligazionisti l'accordo quadro con i termini e le modalità di esecuzione dell'operazione. Hanno votato a favore della business combination il 95% degli investitori, rappresentanti l'80% dei fondi raccolti. E' stata poi costituita una newco, Italian Wine Brands S.p.a. (IWB), che ha acquisito l'intera proprietà delle due società target. IWB ha debuttato in borsa il 29 gennaio 2015.

# CAPITOLO 4

## LA BUSINESS COMBINATION

### 4.1 Introduzione

Ad oggi, tenendo conto anche di IPO Challenger, sono cinque le SPAC che hanno concluso un accordo con una o più società target. In questo capitolo presentiamo nello specifico le business combination di IPO Challenger e di Space. Il confronto risulta interessante perché le due SPAC hanno realizzato l'oggetto sociale a distanza di un mese l'una dall'altra e quindi in condizioni di mercato simili. I due casi ci presentano, poi, delle società target molto diverse sia dal punto di vista della governance che della performance economico finanziaria ed offrono, quindi, una panoramica delle tipologie di società target a cui si rivolgono le SPAC.

### 4.2 Il caso IPO Challenger - IWB

I promotori di IPO Challenger hanno individuato due aziende vinicole con cui realizzare la business combination. L'accordo prevede che le società target, Giordano Vini e Provinco Italia, siano interamente acquisite da Italian Wine Brands S.p.A. (IWB), una società di nuova costituzione a cui è affidato il ruolo di capogruppo. Con questa aggregazione IPO Challenger porta sul mercato AIM Italia il primo gruppo vinicolo italiano.

Di seguito vengono presentate le due società target e i termini dell'accordo dell'operazione.

#### 4.2.1 Le società target

**Giordano Vini** nasce nel 1900 a Valle Talloria, in provincia di Cuneo, dalla famiglia Giordano. Inizialmente l'attività consiste nella produzione di una limitata varietà di vini locali (nebbiolo, barbera e dolcetto) che vengono venduti a ristoranti e piccoli negozi della zona. A partire dagli anni cinquanta l'azienda comincia progressivamente ad ampliare la propria base clienti grazie ad una strategia orientata al marketing che punta direttamente al consumatore finale (gli strumenti utilizzati sono la pubblicità postale e le televendite). Una seconda fase di sviluppo si registra a partire dagli anni ottanta, quando Giordano Vini implementa la propria organizzazione e struttura mediante, tra l'altro, il rinnovamento degli impianti di vinificazione

e di imbottigliamento. Vengono così introdotte nuove linee e nuovi marchi che aumentano le referenze a catalogo mentre la strategia commerciale è sempre più focalizzata sulla vendita a distanza. Sempre in quegli anni inizia la fase di espansione dell'offerta commerciale verso nuovi prodotti del tipo food & beverage a completamento dell'offerta di vino (olio d'oliva, caffè, specialità alimentari). L'ampliamento della gamma prodotti acquista col tempo sempre una maggiore importanza. Negli anni novanta parte un programma di internazionalizzazione e Giordano Vini approda dapprima nei paesi limitrofi dell'Europa Settentrionale, per poi giungere ai paesi d'Oltreoceano. Grazie all'elevata ricettività del vino e dei prodotti Made in Italy, oltre alla rilevanza che da sempre hanno i canali delle vendite dirette nei paesi esteri, i mercati non domestici assumono per l'azienda una sempre maggior importanza, arrivando nel tempo a produrre oltre metà del fatturato. Nel 1999, Giordano Vini acquista la cantina Torricella, nei pressi di Taranto ed implementa ulteriormente l'offerta di vini. Nel settembre 2002 viene inaugurato un polo logistico ad elevata automazione a Cherasco (Cuneo), presso il quale sono centralizzate tutte le attività di stoccaggio, confezionamento e spedizione. Nello stesso anno viene introdotto il canale di vendita e-commerce. A marzo 2007 Giordano Vini viene acquisita, tramite un'operazione di leveraged buyout, da Private Equity Partners s.g.r. S.p.A., una società attiva nella gestione di fondi chiusi d'investimento facente capo a Fabio Sattin e Giovanni Scampolo. Si tratta di un'operazione da 160 milioni di euro, in gran parte finanziata da un pool di banche (120 milioni di euro) che consegna a Private Equity Partners s.g.r. S.p.A. la quota di maggioranza della società (76%). Il nuovo assetto societario prevede un consiglio di amministrazione con 5 consiglieri (l'amministratore delegato in carica, un rappresentante della famiglia Giordano, e tre membri nominati dal socio di maggioranza) che deliberano a maggioranza semplice. Il piano industriale punta a rafforzare ulteriormente la crescita aziendale sul mercato estero e a strutturare e consolidare i processi aziendali (quali il controllo di gestione, la certificazione dei sistemi di qualità e sicurezza e del modello organizzativo) per preparare Giordano Vini alla quotazione in borsa. In realtà quest'ultimo obiettivo risulta presto impraticabile a causa di una leva finanziaria troppo alta e la società è costretta nel 2009 ad una prima rimodulazione del finanziamento. A fine 2008 viene costituita Giordano Vini Retail S.r.l. (interamente detenuta da Giordano Vini), a cui vengono affidate attività quali l'apertura e la gestione dei punti vendita (presso centri commerciali o su strada), lo sviluppo del franchising, la progettazione di corner espositivi presso negozi di altre aziende e la vendita di piccole quantità di vino sfuso ai privati. Nel 2010 viene costituita Italian Wine & Oil Food Group L.l.c. (interamente detenuta da Giordano Vini) al fine di rafforzare la

presenza commerciale di Giordano Vini nel mercato statunitense e presidiare la commercializzazione di olio e specialità alimentari.

Ad oggi Giordano Vini impiega 432 dipendenti, di cui 121 presso il centro logistico di Cherasco. Per l'attività di televendita e di customer care l'azienda utilizza 7 call center, di cui 4 di proprietà. Giordano Vini è, per fatturato, il terzo operatore mondiale nella vendita a distanza di vino e la quattordicesima azienda vinicola italiana. Con circa 139 referenze di vini e spumanti e circa 132 referenze di prodotti non vinicoli (olio d'oliva e altri prodotti alimentari) la società ha prodotto, nel corso del 2013, circa 277.000 ettolitri di vino e imbottigliato e distribuito circa 23,6 milioni di bottiglie di vino, ricevendo, sempre nel medesimo anno, un totale di circa 1.080.000 ordini d'acquisto. Un punto di forza di Giordano Vini è certamente il database clienti: l'archivio, a fine 2013, conta oltre 4 milioni di anagrafiche (di cui il 25% clienti attivi), distribuite nei nove paesi in cui opera. Il business model di Giordano Vini punta a presidiare direttamente le attività a maggior valore aggiunto, quali la vinificazione, la logistica, la vendita e la distribuzione. La società non possiede terre e vigneti ma acquista le materie prime sul mercato, organizzando l'approvvigionamento in funzione della domanda.

La figura 13 riporta i principali dati economico-finanziari di Giordano Vini, relativi al bilancio 2012 e 2013.

	31/12/2012	31/12/2013
<b>Ricavi netti</b>	109.947	101.068
<b>EBITDA</b>	10.184	8.687
<b>EBITDA %</b>	9,26%	8,60%
<b>Utile netto</b>	108	-41.930
<b>Patrimonio netto</b>	56.921	14.948
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	-64.332	-66.867
<b>Leva finanziaria</b>	53,06%	81,73%
<b>ROE</b>	0,19%	neg.
<b>Debiti/EBITDA</b>	6,32	7,70

**Figura 13: Dati essenziali Giordano Vini (espressi in migliaia di euro).**

I ricavi sono diminuiti a causa di un calo del mercato domestico (la quota di fatturato estero rappresenta, a fine 2013, il 48,9% dei ricavi totali). Parallelamente si è registrato un aumento

del costo delle materie prime (a seguito di una vendemmia 2012 molto scarsa) che ha reso gli acquisti del 2013 più cari del 33% rispetto all'anno precedente. Sempre nel 2013 l'impairment test sull'avviamento ha evidenziato la necessità di ridurre il valore a bilancio per 42.018.000 euro, determinando una perdita d'esercizio. A fronte di una minore generazione di cassa è peggiorato l'indebitamento finanziario netto, già difficilmente sostenibile a causa del finanziamento richiesto nel 2007 per attuare l'operazione di buyout. Malgrado Giordano Vini abbia più volte cercato, nel corso degli anni, di abbattere tale debito attraverso dei rimborsi anticipati (circa 23 milioni nel 2008, circa 21 milioni nel 2009, altri 3 milioni nel 2011, 4 milioni nel 2012 e 5 milioni nel 2013) e abbia concordato con i creditori una rimodulazione del piano di rimborso, la società non è in grado di garantire la regolarità dei futuri pagamenti e si trova a fine 2013 nelle condizioni di dover chiedere un congelamento (standstill) delle scadenze relative al debito e nella necessità di aumentare la propria capitalizzazione.

**Provinco Italia** viene costituita nel 1996, come azienda di commercializzazione di vini italiani. Attiva fin da subito nel mercato estero, nel 2000 viene costituita Provinco Deutschland GmbH a supporto dell'attività commerciale nel territorio tedesco. Nel 2002 Alessandro Mutinelli entra nel capitale di Provinco con una quota di minoranza per poi diventare, a partire dal 2008, il socio di maggioranza. Nel 2011 viene costituita la Provinco srl (società interamente detenuta da Alessandro Mutinelli), che acquista il controllo di Provinco Italia con una partecipazione all'84% e sposta la sede sociale a Rovereto (in provincia di Trento). Provinco si rivolge quasi esclusivamente alla grande distribuzione (rapporto B2B), offrendo prodotti private label (con il marchio della grande distribuzione) o a marchio proprio (l'azienda detiene nove marchi, rappresentativi di diversi vini italiani). Le vendite sono basate su contratti di listing (generalmente annuali) mentre gli ordini seguono le necessità di rifornimento dei punti vendita. Provinco commercializza i suoi prodotti in oltre 22 paesi ma sono Germania, Austria, Gran Bretagna, Svizzera e Danimarca i mercati esteri più importanti (in Italia viene realizzato circa il 10% del fatturato). Il business model di Provinco affida ad uno staff proprio di enologi la selezione della materia prima, che viene poi lavorata presso stabilimenti terzi. Anche la logistica è esternalizzata mentre l'attività di vendita viene gestita internamente o con il tramite di agenti esterni. I punti di forza di Provinco sono da ricondurre ad una struttura molto snella (appena dieci dipendenti), al forte legame con gli operatori della grande distribuzione e all'elevata propensione all'esportazioni che mette l'azienda al riparo dal calo della domanda domestica, fenomeno in atto in questi anni. I dati economico-

finanziari relativi agli anni 2012 e 2013 (figura 14) mostrano una società dal fatturato contenuto rispetto a Giordano Vini ma con una situazione finanziaria decisamente più sostenibile. Sebbene il fatturato di Provinco sia calato nell'anno 2013 dell'1,68% la società è riuscita a chiudere l'anno con l'utile netto in miglioramento rispetto all'anno precedente

	31/12/2012	31/12/2013
<b>Ricavi netti</b>	39.591	38.924
<b>EBITDA</b>	4.263	4.296
<b>EBITDA %</b>	10,77%	11,04%
<b>Utile netto</b>	2.746	3.025
<b>Patrimonio netto</b>	3.466	3.845
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	-1.560	-1.446
<b>Leva finanziaria</b>	31,04%	27,33%
<b>ROE</b>	23,50%	32,51%
<b>Debiti/EBITDA</b>	0,37	0,34

**Figura 14: Dati essenziali Provinco Italia (espressi in migliaia di euro).**

#### **4.2.2 L'accordo**

In data 31 ottobre è stato sottoscritto l'accordo quadro tra IPO Challenger, Giordano Vini e Provinco Italia che detta i termini e le modalità per la realizzazione della business combination. Tale accordo prevede che Italian Wine Brands S.p.A (costituita ad hoc il 27 novembre 2014), acquisti il 100% della proprietà delle due società target. Per far ciò, l'assemblea dei soci di IWB ha deliberato, in data 16 dicembre 2014, un aumento di capitale sociale mediante l'emissione di complessive 6.575.657 azioni, a sottoscrizione riservata tale per cui:

- I soci di Provinco Italia (Provinco s.r.l., Loris Delvai, Giampiero Avesani) conferiscono il 40% del capitale della società, a fronte della sottoscrizione di 800.003 azioni ordinarie (controvalore pari a 8.000.030 euro). Tali azioni equivalgono al 12,17% del capitale sociale di IWB. Il restante 60% del capitale sociale di Provinco Italia è acquistato da IWB a fronte del pagamento di un corrispettivo pari a 11.999.970 euro, fermi restando gli eventuali meccanismi di aggiustamento a seguito del realizzarsi di determinate condizioni contrattuali legate alla giacenza media di cassa di Provinco Italia nei 12 mesi presenti superiore al limite di 2.500.000 euro.

- La società OGV s.r.l. conferisce l'intero capitale di Giordano Vini ottenendo in cambio 1.370.000 azioni riscattabili (controvalore pari a 13.700.000 euro), che rappresentano il 20,83% del capitale sociale di IWB. Ai fondi che partecipano al capitale di Giordano Vini è inoltre riservata la sottoscrizione di 300.000 azioni ordinarie da effettuarsi tramite il pagamento di un prezzo unitario di sottoscrizione pari a 10 euro. tali azioni ordinarie rappresentano il 4,57% del capitale sociale di IWB.
- Gli obbligazionisti di IPO Challenger ricevono 4.105.654 azioni ordinarie, a seguito dell'esercizio dell'opzione di rimborso in natura da parte del 95% degli investitori (che rappresentano circa l'80% dei fondi inizialmente raccolti con il prestito obbligazionario). In abbinamento a tali azioni sono emessi a titolo gratuito 6.158.481 warrant (il rapporto è di 3 warrant ogni 2 azioni). Le azioni riservate ad IPO Challenger rappresentano il 62,44% del capitale sociale. Per effetto, poi, del differente rapporto di conversione riconosciuto ad investitori e fondatori di IPO Challenger, gli investitori ottengono complessivamente 4.023.541 azioni ordinarie (61,19% del capitale sociale) e 4.105.654 warrant (il 66,67% di quelli emessi) mentre i fondatori ricevono 82.113 azioni (1,25% del capitale sociale) e 2.052.827 warrant (33,33% di quelli emessi). I warrant sono esercitabili a partire dal mese successivo alla data di inizio delle negoziazioni. Il rapporto di esercizio tiene conto del prezzo medio mensile delle azioni di compendio, del prezzo strike pari a 9,50 euro, del prezzo di sottoscrizione delle azioni ordinarie pari a 0,10 euro e del prezzo soglia pari a 13,30 euro (che determina l'avverarsi delle condizioni di accelerazione).

Le azioni riscattabili detenuti da OGV non sono ammesse alla negoziazione sul mercato AIM, non sono trasferibili fino a quando non vengono convertite in azioni ordinarie oppure riscattate da IWB, danno il diritto di voto sia in assemblea ordinaria che straordinaria e il diritto a partecipare agli utili. Tali azioni rappresentano un meccanismo per diluire la partecipazione sociale detenuta dagli ex soci di Giordano Vini nel caso di performance negative (meccanismo di earn out). In particolare, IWB può procedere al riscatto qualora non si verifichi nessuna delle seguenti ipotesi:

- L'utile netto su base consolidata derivante dall'attività caratteristica e certificato dal bilancio 2015 sia cresciuto almeno del 15% rispetto l'anno precedente e, in ogni caso, sia almeno pari a 5.750.000 euro.
- Le azioni ordinarie abbiano ottenuto, tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio consolidato 2015, un incremento della valorizzazione media (da intendersi come il valore medio delle azioni ordinarie della società, calcolato prendendo a

riferimento le sei migliori medie ponderate mensili, anche non consecutive, realizzate nel periodo di riferimento) di almeno il 15%, rispetto al valore iniziale pari a 10.

Ancora, IWb potrà procedere al riscatto qualora non si verifichi nessuna delle seguenti ipotesi:

- L'utile netto su base consolidata derivante dall'attività caratteristica e certificato dal bilancio 2016 sia cresciuto almeno del 32,25% rispetto l'anno precedente e, in ogni caso, sia almeno pari a 6.612.500 euro.
- Le azioni ordinarie abbiano ottenuto, tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio consolidato 2016, un incremento della valorizzazione media (da intendersi come il valore medio delle azioni ordinarie della società, calcolato prendendo a riferimento le sei migliori medie ponderate mensili, anche non consecutive, realizzate nel periodo di riferimento) di almeno il 30%, rispetto al valore iniziale pari a 10.

Il numero di azioni eventualmente da riscattare viene determinato applicando una formula prestabilita e presente nel Prospetto di Ammissione. Il valore di liquidazione unitario viene invece determinato ai sensi dell'articolo 2437-ter, del codice civile. La facoltà riscatto viene meno nel momento in cui le azioni ordinarie raggiungono, per almeno 6 mesi, anche non consecutivi, un incremento di valorizzazione media mensile di almeno il 33% rispetto a 10.

Se non si verificano le condizioni di riscatto o la società decida di non esercitare le azioni di riscatto, le azioni riscattabili vengono convertite in azioni ordinarie con il rapporto di 1:1.

Il consiglio di amministrazione di IWB è composto da 9 amministratori, le cui nomine devono rispettare un patto parasociale con scadenza a dicembre 2018 che prevede che IPO Challenger nomini 5 amministratori (tra cui anche l'amministratore esecutivo e l'amministratore indipendente) mentre agli ex soci di Giordano Vini e di Provinco sono riservate le nomine di due amministratori ciascuno. Un ulteriore patto parasociale stabilisce che Alessandro Mutinelli (ex socio di maggioranza di Provinco) debba rimanere nel consiglio di amministrazione fino a fine dicembre 2018, pena il riconoscimento di corrispettivo in denaro, a titolo di risarcimento. Infine è siglato un accordo di lock up che impegna gli ex soci di Giordano Vini e di Provinco Italia a non trasferire le azioni possedute nei 24 mesi successivi alla data di sottoscrizione delle azioni. Per i promotori di IPO Challenger il lock up riguarda sia le azioni, che i warrant posseduti che non possono essere trasferiti prima che siano trascorsi 12 mesi dalla data di sottoscrizione.

La figura 15 ci presenta l'evoluzione attesa dei dati economico - finanziari della società IWB.

I dati partono dall'idea che la complementarietà delle due società target (sia in termini di

clienti serviti che di canali di vendita utilizzati) e l'affinità relativamente al business model adottato (flessibile e a basso impiego di capitale) possa produrre interessanti sinergie. In particolare si attendono risparmi sugli acquisti grazie ad una gestione centralizzata e risparmi sui costi di struttura (potendo Provinco utilizzare le strutture di produzione e di logistica di proprietà di Giordano Vini). IWB, oltre a svolgere l'attività di direzione e coordinamento, deve seguire lo sviluppo di nuovi prodotti e l'ampliamento di gamma.

	2014	2015P	2016P
<b>Ricavi netti</b>	140	145	158
<b>EBITDA</b>	13	14	18
<b>EBITDA %</b>	9,4%	9,7%	11,4%
<b>Utile netto</b>	5	6	8
<b>Patrimonio netto</b>	68	71	75
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	-33	-27	-24
<b>Leva finanziaria</b>	32,7%	27,6%	24,2%
<b>Enterprise Value</b>	99	95	90
<b>ROE</b>	7,5%	8,9%	11,7%
<b>Debiti/EBITDA</b>	2,49	2,11	1,33
<b>EV/EBITDA</b>	7,5	6,8	5,0

**Figura 15: Sintesi dei dati attuali e delle stime future di IWB (espressi in milioni di euro).**

IWB si presenta al mercato con un fatturato di 140 milioni di euro e un Ebitda pari a 13 milioni di euro, con un margine del 9,4% sui ricavi, mentre l'utile netto è a 5 milioni di euro. La società ha chiuso l'anno con un indebitamento finanziario netto a debito per 33 milioni di euro, dopo aver rimborsato parte del prestito finanziario in capo a Giordano Vini. Le attese sono per un aumento dei ricavi al tasso medio del 6%, confidando in particolare sulla crescita delle esportazioni. Anche i costi sono previsti in aumento a seguito di investimenti in marketing e altri servizi, al fine di incrementare la visibilità dell'azienda. La principale società concorrente quotata in Italia di IWB è Masi, che ha debuttato in borsa lo scorso 30 giugno raggiungendo una capitalizzazione di oltre 140 milioni di euro, mentre in Europa i maggiori concorrenti sono Hawesko Holding e Majestic Wine PLC con rispettivamente 367 milioni di euro e 301 milioni di euro di capitalizzazione. L'analisi dei multipli evidenzia una stima del P/E per l'anno 2015 di 10 volte, contro una media di 14 volte di società comparabili. In aggiunta

la struttura degli azionisti con un flottante superiore al 60% rende IWB contendibile, vocata a crescere per aggregazioni. Tutto ciò considerato, Intermonte ritiene IWB sottovalutata e fissa un prezzo target dell'azione a 13,50 euro.

### **4.3 Il caso Space - F.I.L.A.**

L'attività di selezione della società target messa in atto dai fondatori di Space in poco più di un anno può essere riassunta con i seguenti numeri: 40 realtà aziendali visitate, 10 società selezionate e 5 proposte di accordo presentate ad altrettante aziende. Alla fine la scelta è ricaduta su F.I.L.A. Fabbrica Italiana Lapis ed Affini. A seguire la presentazione della società e dell'accordo concluso.

#### **4.3.1 La società target**

Fondata nel 1920 a Firenze, FILA è un'azienda che produce e commercializza strumenti per colorare, disegnare e scrivere. Dal 1956 la proprietà dell'azienda è nelle mani della famiglia Candela che sviluppa una strategia di crescita incentrata sull'innovazione tecnologica e di prodotto, al fine di creare una gamma di prodotti completa, in grado di soddisfare tutte le esigenze del consumatore legate al settore. Attualmente FILA ha a catalogo più di 20 categorie di prodotto che possono essere suddivise in tre macro categorie in base all'età del consumatore e al loro utilizzo: "categoria matite" che comprende matite e pennarelli colorati per consumatori dai 2 ai 14 anni (43% del fatturato), "categoria altri prodotti e strumenti creativi" che racchiude al suo interno colori ad olio, colori a tempera, gessi, pastelli e pasta modellante (40% del fatturato) e "categoria ufficio, industria e altro" che comprende i prodotti di scrittura ad uso professionale ed industriale (17% del fatturato). Il core business è focalizzato sui prodotti dedicati ai bambini, che è la fascia della popolazione più resistente al processo di digitalizzazione. La strategia commerciale di FILA è, di conseguenza, molto legata al mondo della scuola, con attività di marketing e programmi fedeltà appositamente dedicati ad insegnanti e studenti.

L'espansione verso i mercati esteri inizia a partire dagli anni 2000, con una strategia di crescita per linee esterne: FILA acquista nel 2002 il distributore spagnolo Papeleria Mediterranea SL, nel 2005 l'azienda statunitense Dixon (leader a livello domestico nel settore delle matite in grafite), nel 2008 la concorrente tedesca Lyra (attiva in Germania, Scandinavia e Sud Est Asiatico), nel 2010 l'azienda messicana Lapicera Mexicana (uno dei principali

player del mercato domestico) e nel 2012 la società Licyn (Brasile). Sempre nel 2012 FILA realizza un investimento in WFPL (India), acquisendone il controllo con una partecipazione del 18,5%. Ancora, vengono realizzati investimenti diretti esteri in Turchia, Russia, Grecia, Sud Africa e Polonia per rafforzare la presenza commerciale del gruppo sul territorio.

In conseguenza alle attività di M&A, l'azienda conta ben 11 stabilimenti produttivi, sparsi in tre continenti. L'operazione che ora si sta cercando di compiere è volta alla razionalizzazione degli impianti e punta a concentrare l'attività produttiva nei paesi a basso costo del lavoro. FILA possiede, inoltre, una piantagione in Cina che copre il 40% del fabbisogno di legno. L'integrazione verticale permette all'azienda un risparmio dei costi di produzione di circa 1 milione di euro all'anno (a fronte, però, di un incremento dei costi di magazzino), un'elevata protezione del know-how aziendale e una qualità di produzione uniforme in tutto il mondo. Tale scelta è in linea con le caratteristiche del settore che si contraddistingue per la forte percezione del marchio da parte del consumatore finale e per la presenza di alte economie di scala e stringenti standard per la sicurezza dei prodotti. Tali barriere all'ingresso rendono il settore molto concentrato ma con pochi marchi riconosciuti a livello globale. La stessa strategia di FILA punta a coprire l'intero mercato globale attraverso prodotti locali che abbiano un'alta visibilità e un buon rapporto qualità prezzo. Il gruppo è così riuscito ad ottenere una posizione di leadership in diversi mercati (Italia, U.S.A., Messico, India).

Attualmente FILA è attiva in 19 paesi, dove impiega oltre 2.800 dipendenti. Circa il 75% del fatturato proviene dall'estero. La tabella 16 riassume i dati economico - finanziari del gruppo.

	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Ricavi netti</b>	217.693	220.585	234.859
<b>EBITDA</b>	36.344	33.298	34.994
<b>EBITDA %</b>	16,70%	15,10%	14,90%
<b>Utile netto</b>	13,7	13,4	16,6
<b>Patrimonio netto</b>	78.975	92.348	111.968
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	-46.415	-28.297	-20.134
<b>Leva finanziaria</b>	37,02%	23,45%	15,24%
<b>ROE</b>	17,00%	14,00%	15,00%
<b>Debiti/EBITDA</b>	2,30	1,90	1,70

**Figura 16: Dati essenziali FILA (espressi in migliaia di euro).**

L'azienda presenta dei ricavi in crescita ma accusa anche un aumento dei costi operativi a seguito della decisione di trasferire altrove uno stabilimento produttivo cinese. La gestione operativa nell'anno 2014 si mantiene buona e consente un sensibile miglioramento della posizione finanziaria netta. La società dimostra, anno per anno, di avere una buona capacità di generare cassa e dei rendimenti interessanti.

### **4.3.2 L'accordo**

Il 19 e 20 febbraio 2014 le rispettive assemblee di FILA e Space hanno approvato la business combination. La società target, al momento dell'accordo, risulta controllata da Massimo Candela che possiede, per il tramite di Pencil, 781.649 azioni ordinarie di FILA (pari al 41,7% del capitale sociale e al 31,6% dei diritti di voto) e 390.824 azioni B, azioni speciali non trasferibili, con diritto di voto triplo rispetto a quello delle azioni ordinarie (pari al 20,8% del capitale sociale e al 47,3% dei diritti di voto). Complessivamente la famiglia Candela detiene il 62,5% del capitale sociale e il 78,9% dei diritti di voto. Il restante delle azioni ordinarie è detenuto da FILA stessa (azioni proprie), da VEI (investment company di Palladio Finanziaria S.p.A.) e da Melville (che ha acquistato le azioni a seguito dell'uscita di Intesa San Paolo).

L'accordo si sviluppa in tre fasi. Nella prima fase vengono annullate le azioni proprie detenute da FILA mentre Space acquista l'intera partecipazione di Melville e una parte della partecipazione detenuta da VEI per complessive 290.693 azioni FILA, corrispondenti al 17,1% del capitale sociale di FILA (al netto delle azioni proprie) e all'11,7% dei diritti di voto. Il valore unitario delle azioni FILA è stato calcolato pari a 134,4138 euro e l'esborso complessivo di Space sarà, perciò, pari a 39.073.150,76 euro.

Nella seconda fase Space distribuisce ai propri soci riserve per complessivi 26.919.998 euro, corrispondenti ad un importo unitario di 2 euro per azione. Tale manovra porta il valore unitario delle azioni di Space a 8 euro e fissa il rapporto di cambio delle azioni FILA a 134,4138/8,00. Ciò comporta che per ogni azione ordinaria o azione B i soci di FILA ottengono 16,8017 azioni ordinarie o azioni B in concambio. L'abbassamento del valore delle azioni Space determina, poi, una variazione del prezzo strike e del prezzo soglia dei warrant emessi dalla stessa SPAC. Al fine di preservare il valore economico dei suddetti strumenti è previsto un ristoro economico a favore di tutti i possessori di warrant.

Nella terza fase si ha la fusione per incorporazione di FILA in Space e il contestuale aumento di capitale nominale per 23.615.831 euro, a fronte dell'emissione di complessive 23.615.831 azioni destinate ai soci FILA. Per effetto della fusione Space cambia nome in FILA.

A seguito del perfezionamento della fusione la compagine sociale è così suddivisa:

- Pencil detiene azioni ordinarie e azioni B che rappresentano il 52,64% del capitale sociale e il 64,95% dei diritti di voto.
- VEI detiene azioni ordinarie che rappresentano il 10,47% del capitale sociale e il 7,75% dei diritti di voto.
- Space Holding (e quindi i promotori della SPAC) detiene azioni ordinarie ed azioni speciali (quelle dei promotori) che rappresentano il 2,15% del capitale sociale e l'1,59% dei diritti di voto.
- Il mercato (gli investitori della SPAC) detengono azioni ordinarie che rappresentano il 34,74% del capitale sociale e il 25,71% dei diritti di voto.

Ovviamente tali percentuali saranno destinate a mutare per effetto della conversione delle azioni speciali e dell'esercizio dei warrant.

L'accordo prevede, inoltre, che le risorse finanziarie apportate da Space siano impiegate per esercitare il diritto di opzione in capo a FILA e che consente di incrementare la quota di controllo in WFPL fino al 50%. I restanti fondi dovranno essere impiegati a favore della crescita aziendale, realizzando operazioni di M&A non ancora identificate. La società Pencil si è poi impegnata a creare i presupposti necessari affinché la negoziazione degli strumenti finanziari di FILA possa spostarsi al mercato MTA (il listino principale di Borsa Italiana) entro il 31 dicembre 2015.

In base ad un patto parasociale tra Pencil, VEI e Space Holding il consiglio di amministrazione della società risultante dalla fusione viene composto di 7 membri: 5 nominati da Pencil, 2 da Space Holding (di cui uno è consigliere indipendente) ed un ulteriore membro indipendente scelto da VEI. A Massimo Candela spetta la carica di amministratore delegato.

Infine, all'impegno di lock up già assunto dai promotori di Space in fase di costituzione della società si aggiungono ora gli impegni di lock up di Pencil e VEI. In particolare, Pencil ha assunto un impegno di lock up per un periodo di 18 mesi dalla data di efficacia della fusione mentre l'impegno di lock up di VEI dura 180 giorni.

La figura 17 ci presenta l'evoluzione prevista dei dati economico - finanziari di FILA. Per gli anni a venire si punta a consolidare la quota di mercato nei paesi sviluppati a penetrare ulteriormente i mercati emergenti (portando avanti le attività già iniziate e ricercando nuove opportunità nei paesi dell'Estremo Oriente e dell'America Latina). L'azienda ritiene di poter aumentare l'efficienza produttiva attraverso lo sviluppo dell'integrazione verticale e la razionalizzazione degli impianti.

Banca IMI fissa il prezzo target delle azioni a 12,70 euro.

	2015P	2016P	2017P
<b>Ricavi netti</b>	254	262	271
<b>EBITDA</b>	43	46	48
<b>EBITDA %</b>	16,7%	17,2%	17,3%
<b>Utile netto</b>	22	25	27
<b>Patrimonio netto</b>	192	211	230
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	-12	-26	-41
<b>Enterprise Value</b>	99	95	90
<b>ROE</b>	-13,2%	12,5%	12,2%
<b>Debiti/EBITDA</b>	neg.	neg.	neg.
<b>EV/EBITDA</b>	9	7,7	7,2

**Figura 17: Sintesi delle stime future di FILA (espressi in milioni di euro).**



## Conclusioni

Le business combination appena esaminate ci consentono di fare alcune riflessioni finali. Anzitutto ci si può chiedere se le società target viste sopra avrebbero potuto presentare una richiesta di ammissione alla negoziazione senza il tramite delle SPAC.

A guardare i dati di bilancio di Giordano Vini verrebbe da rispondere negativamente. L'azienda, prima della business combination, si trovava in una situazione tale per cui i flussi di cassa operativi non risultavano sufficienti ad assicurare la copertura degli impegni finanziari derivanti dal debito. Nel bilancio al 31 dicembre 2013 si legge che la continuità aziendale è legata al buon esito della business combination, ovvero al rimborso di una parte del finanziamento che gravava su Giordano Vini. A ben vedere Ipo Challenger non ha semplicemente architettato un'operazione di quotazione, ma ha pure contribuito alla ristrutturazione finanziaria di una società che presentava profili di criticità. Malgrado questo esempio possa sembrare un caso limite, sono molte le PMI italiane afflitte da indebitamento eccessivo e da una incapacità di generare cassa sufficiente a sostenere il costo e il rimborso del debito. Per tutte queste società l'ammissione alla quotazione per via diretta rimane un obiettivo di difficile (se non impossibile) raggiungimento.

Per quanto riguarda Provinco Italia si segnala invece un problema di dimensione aziendale e di struttura di governance: è facile, infatti, supporre che quest'azienda vinicola, che conta appena dieci dipendenti sul libro paga, non fosse dotata degli strumenti organizzativi, gestionali e manageriali necessari a sottoporsi al regime di trasparenza richiesto da Borsa Italiana. Oltretutto la società non gode di una posizione di leadership nel suo settore, ne sembra possedere una strategia di crescita basata su un vantaggio competitivo difendibile. In questo caso mancano quindi i requisiti sostanziali necessari per la quotazione.

In definitiva, Giordano Vini e Provinco Italia risultavano delle realtà aziendali promettenti solo se considerate congiuntamente (in ipotesi di sviluppo di sinergie) e solo a seguito della ricapitalizzazione realizzata da IPO Challenger. La SPAC ha quindi contribuito a generare valore sotto il profilo strategico-operativo e finanziario, consentendo un "salto" di posizionamento per le due realtà preesistenti a vantaggio del funzionamento e dello sviluppo aziendale.

FILA, dal canto suo, è sicuramente un caso aziendale più interessante. I punti di forza sono: una posizione di leadership in diversi paesi, una chiara strategia orientata alla crescita, una forte attenzione alle specificità locali, una comprovata esperienza in operazioni di M&A, un business model fortemente integrato a monte, un management team internazionale, una struttura aziendale ben formalizzata, una crescita reddituale che si rinnova anno dopo anno, accompagnata da solidi fondamentali. Fila sembra quindi avere le carte in regola per essere apprezzata dagli investitori. Il mercato insegna, però, che l'insieme di questi elementi non è sufficiente a garantire il buon esito della quotazione. Quando un'azienda sceglie di aprirsi al mercato deve mettere in preventivo che fattori esterni, quali la volatilità dei mercati, la congiuntura economica, i disguidi burocratici e l'aggravio dei costi, possono influire negativamente sulla buona riuscita del processo. Non è escluso, poi, il rischio di una valutazione ben al di sotto delle aspettative. Nel 2014, ad esempio, almeno sei società di medie dimensioni (Rottapharm, Sisal, Italiaonline, Fedrigoni, Fadini e Intercos) hanno dovuto alzare bandiera bianca e rinunciare alla quotazione, con conseguente danno d'immagine. La decisione di svolgere l'IPO deve perciò essere compiuta pesando bene tutti i rischi e le opportunità. La SPAC, per contro, tutela maggiormente la società target e ne evita la prematura esposizione al mercato. La riservatezza che accompagna il processo di quotazione ha il doppio vantaggio di slegare l'accordo dalle condizioni di mercato (il valore di quotazione è il frutto di trattativa privata) e di rendere l'obiettivo finale più certo (solo il voto negativo dell'assemblea della SPAC può impedire l'effettiva quotazione).

Passiamo ora a considerare gli accordi realizzati tra le SPAC e le società target sopra analizzate.

Come vediamo nel caso di Space e FILA, il capitale raccolto dalla SPAC in fase di IPO pone un vincolo sul valore dell'operazione di acquisto e fissa dei paletti nella ricerca della target, che dovrà avere una capitalizzazione coerente con l'ammontare depositato nel conto vincolato. Nel caso specifico, il capitale raccolto da Space risulta maggiore del valore attribuito alla partecipazione in FILA. Per risolvere il problema l'accordo prevede una distribuzione di riserve da parte di Space con conseguente abbassamento del valore nominale delle azioni. Questo è, in linea ipotetica, un problema comune a tutte SPAC: durante la trattativa i promotori mettono sul piatto della bilancia i fondi raccolti dalla SPAC ma il loro ammontare potrebbe variare a seguito del voto assembleare. La soglia del diritto di recesso, posta generalmente al 30%, consente uno scostamento notevole.

Un altro aspetto che emerge è legato alla modalità con cui i promotori vengono remunerati.

Come si è visto nei capitoli precedenti il guadagno dei fondatori è maggiore se le azioni raggiungono determinati obiettivi di valorizzazione nei mesi successivi alla data di efficacia della business combination. Ciò vuol dire che i promotori hanno tutto l'interesse di sottostimare il valore della società target e favorire così una rapida crescita del titolo in borsa. Le trattative tra SPAC e società target, che non necessitano di essere agganciate alle condizioni di mercato, sono sicuramente influenzate anche da questa necessità.

Infine si evidenzia il caso di Giordano Vini che apporta in IWB l'intero capitale sociale a fronte dell'emissione di azioni riscattabili. Il riscatto può essere esercitato nel momento in cui l'utile netto e il valore delle azioni non raggiungono dei parametri prefissati. Ciò significa che Giordano Vini è chiamata a farsi carico dell'eventuale performance negativa del gruppo. Se da un lato l'accordo riconosce a Giordano Vini la partecipazione sociale più elevata (20,83% del capitale sociale) dall'altro lato impegna l'azienda a farsi carico della redditività del gruppo, pena il rimborso delle azioni.

Consideriamo ora le business combination dal punto di vista degli investitori.

Mentre l'accordo proposto dai promotori di Space è stato positivamente accolto dalla totalità dei soci, nel caso di IPO Challenger il 5% degli investitori ha preferito liquidare la propria posizione. Complessivamente le due SPAC hanno registrato un recesso molto limitato, segno che l'investimento è piaciuto non soltanto nella fase iniziale (pre-business combination), quando aveva il pregio di essere facilmente liquidabile e modellabile in base al rischio che si è disposti a correre, ma anche a seguito della presentazione dell'accordo. I motivi possono essere due: il progetto di crescita delle società target è risultato credibile e gli investitori ritengono ragionevole un'ipotesi di crescita del valore azionario, oppure la struttura della quota fa sì che l'investitore abbia convenienza a mantenere il profilo di socio almeno fino alla data di efficacia dell'operazione di fusione. In effetti sia IPO Challenger che Space hanno emesso warrant a seguito della business combination, premiando chi ancora possedeva le azioni della società (nel caso di IPO Challenger l'emissione in conversione delle obbligazioni riguardava sia azioni che warrant). E' facile, perciò, ipotizzare che entrambe le motivazioni influiscano nella scelta dell'investitore. Certo è, che a monte di tutto il processo, l'investitore ripone fiducia sui fondatori della SPAC e alle loro abilità valutative, contrattuali e manageriali. Al di là dei meccanismi tecnici legati alla quota e che dovrebbero favorire una qualche remunerazione dell'investimento, ciò che conta in questo caso è la capacità dei promotori di coinvolgere gli investitori nel progetto e convincerli dell'accordo. Si può quindi

affermare che ai promotori debba certamente essere riconosciuto il vero valore aggiunto dell'operazione.

Le business combination viste sopra ci forniscono un ultimo, interessante punto di riflessione che riguarda il rapporto tra SPAC e fondi di private equity. Spesso i due strumenti vengono messi a confronto per evidenziare le differenze e cogliere i rispettivi vantaggi e svantaggi. Quello che non si considera è, invece, che le SPAC e i fondi di private equity possono lavorare congiuntamente. A ben vedere la SPAC rappresenta un'attraente via d'uscita per quei fondi che cercano di dismettere una partecipazione sociale. La stessa operazione di IPO Challenger sembra il frutto di un accordo con il fondo di private equity che deteneva la proprietà di Giordano Vini. A differenza delle altre SPAC italiane (che sono sottoposte agli obblighi di trasparenza di Borsa Italiana e non possono avviare la ricerca della società target prima di effettuare l'IPO) che hanno impiegato almeno un anno ad annunciare l'accordo, i promotori di IPO Challenger sono riusciti in breve tempo ( appena 6 mesi) a formalizzare un accordo con ben due società target. Tempistiche così brevi fanno ipotizzare un contatto SPAC-società target precedente l'emissione del prestito obbligazionario.

In ottica di sviluppo futuro la SPAC potrebbe assumere un ruolo interlocutorio tra l'imprenditore che cerca capitali ed ambisce alla quotazione in borsa e il fondo di private equity che pensa a come monetizzare l'investimento.

## Riferimenti bibliografici

Berger, R. 2008, "SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets", *Journal of Applied Corporate Finance*, (20), 68-75.

Boyer, C., Baigent, G. 2008, "SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices", *The Journal of Private Equity*, 8-15.

Chiomenti, C., Graffi, L. 2010, "La "Special Purpose Acquisition Company", *Giurisprudenza Commerciale*, (37), 445-463.

Cristoforo, G. 2009, "Il Trust nella Quotazione delle SPAC", *Trusts e attività fiduciarie*, (10), 272-279.

Cumming, D., Haß, L.H. & Schweizer, D. 2014, "The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs", *Journal of Banking & Finance*, (47), 198-213.

Datar, V., Emm, E., Ince, U. 2012, "Going Public through the Back Door: A Comparative Analysis of SPAC and IPOs", *Banking and Finance Review*, (1), 17-36.

Donativi, V., Corigliano, P. 2010, "le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano", *Le società*, (29), 17-25.

Fumagalli, M. 2014 "Lo sviluppo della SPAC in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa", Egea.

Hale, L. 2007, "Spac: a Financial Tool with Something for Everyone", *Journal of Corporate Accounting and Finance*, (1) 67-74.

Heyman, D. 2007, "From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to Market, and the Market Response to Regulation", *Entrepreneurial Business Law Journal*, (2), 531-552.

Jenkinson, T. & Sousa, M. 2009, "Why SPAC Investors Should Listen to the Market", *Journal of Applied Finance*, (21), 38-57.

Jog, V., Sun, C. 2007, "Blank Check IPOs: A Home Run for Management", Working Paper, Carleton University.

Lewellen, S. M., 2008, "SPACs as an Asset Class", Working Paper, Yale University.

Kolb, J., Tykvova, T. 2014, "Special Purpose Acquisition Companies - Are they an Alternative to IPOs?", Working Paper, University of Hohenheim.

Mengoli, S., Di Maggio, R. 2009, "Le Special Purpose Acquisition Companies come strumento alternativo di raccolta di capitale", *Finanza, Marketing e Produzione*, (27),86-103.

Rader, B. & de Búrca, S. 2006, "SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith?", *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, (20), 2-7.

Riemer, D. S. 2007, "Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?", *Washington University Law Review*, (85), 931-967.

Rodrigues, U., Stegemoller, M. 2013, "Exit, Voice and Reputation: the Evolution of SPACs", *Journal of Corporate Law*, (37), 849-927.

Rodrigues, U., Stegemoller, M. 2014, "What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, (29), 111-121.

Sjostrom, W. K. 2008, "The Truth about Reverse Mergers", *Entrepreneurial Business Law*, (2), 231-247.

Tran, A. L., 2009, "Blank Check Acquisitions", Working Paper, City University London.

## **Siti**

[www.aifi.it](http://www.aifi.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.capitalforprogress.it](http://www.capitalforprogress.it)

[www.carlopagliari.com](http://www.carlopagliari.com)

[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)

[www.filagroup.it](http://www.filagroup.it)

[www.giordanovini.it](http://www.giordanovini.it)

[www.greenitaly1.it](http://www.greenitaly1.it)

[www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)

[www.indstars.it](http://www.indstars.it)

[www.istat.it](http://www.istat.it)

[www.italianwinebrands.it](http://www.italianwinebrands.it)

[www.ivsgroup.it](http://www.ivsgroup.it)

[www.luve.it](http://www.luve.it)

[www.madeinitaly1.net](http://www.madeinitaly1.net)

[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

[www.provincoitalia.com](http://www.provincoitalia.com)

[www.sesa.it](http://www.sesa.it)

[www.spacanalytics.com](http://www.spacanalytics.com)

[www.space-spa.it](http://www.space-spa.it)

[www.space2spa.com](http://www.space2spa.com)

[www.twst.com](http://www.twst.com)

[www.websim.it](http://www.websim.it)

