



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

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

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE / SPECIALISTICA IN
ECONOMIA E DIREZIONE AZIENDALE
AMMINISTRAZIONE, FINANZA E CONTROLLO**

TESI DI LAUREA

"LE SPAC IN ITALIA: TRA PRIVATE EQUITY E QUOTAZIONE"

RELATORE:

CH.MO PROF. FABIO BUTTIGNON

LAUREANDO/A: VOLPIN GIULIA

MATRICOLA N. 1062033

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

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
1. LA SPAC: COS'È?.....	7
1.1. Definizioni nella letteratura.....	8
1.2. Le origini, le prime evoluzioni e i caratteri generali.....	9
2. STRUTTURA E TERMINI TEMPORALI NEL CONTESTO AMERICANO.....	12
2.1. Funzionamento.....	12
2.1.1. Prima fase: la costituzione.....	12
2.1.2. Seconda fase: l'IPO e la quotazione.....	14
2.1.3. Terza fase: la ricerca della target.....	19
2.1.4. Quarta fase: la business combination.....	20
2.2. Gli attori coinvolti.....	24
2.2.1. I promotori.....	24
2.2.2. Gli underwriters.....	26
2.2.3. Gli investitori.....	28
2.2.4. La target company.....	29
2.3. Punti di forza e rischi della SPAC.....	30
2.3.1. Promotori.....	30
2.3.2. Investitori.....	31
2.3.3. Target company.....	34
2.4. Fattori determinanti.....	36
2.5. Performance medie.....	38
2.5.1. Performance azionarie.....	39
2.5.1.1. Breve periodo.....	39
2.5.1.2. Medio lungo periodo.....	42
2.5.1.3. Performance nelle fasi di vita della SPAC.....	42
2.5.1.4. Performance dei titoli.....	46
2.5.2. Accounting performance.....	47
3. SPAC E ALTRE STRUTTURE SOCIETARIE.....	48
3.1. SPAC e blank-check companies.....	48

3.2. SPAC, cash shells e reverse mergers.....	49
3.3. SPAC e IPO tradizionale.....	52
3.4. SPAC e private equity.....	55
3.5. IPO senza underwriters.....	59
4. LA DIFFUSIONE DELLA SPAC NEL MONDO.....	62
4.1. America.....	62
4.1.1. USA.....	62
4.1.2. Canada.....	62
4.2. Asia.....	63
4.2.1. Malesia.....	63
4.2.2. Korea del Sud.....	65
4.2.3. Singapore.....	66
4.3. Africa.....	66
4.4. Europa.....	67
4.4.1. Gran Bretagna.....	67
4.4.2. Paesi Bassi.....	69
4.4.3. Germania.....	69
4.4.4. Italia.....	70
5. LE SPAC E IL LORO SVILUPPO IN ITALIA.....	71
5.1. I mercati.....	71
5.1.1. Il MIV (Mercato degli Investment Vehicles).....	71
5.1.2. L'AIM (Alternative Investment Market).....	75
5.2. La struttura.....	79
5.3. Le performance.....	85
6. ANALISI DELLE SPAC ITALIANE: aspetti istituzionali e performance.....	86
6.1. Institutional changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPAC).....	86
6.2. Le SPAC italiane.....	90
6.2.1. Aspetti istituzionali.....	90
6.2.2. Performance.....	102
CONCLUSIONI.....	112

ALLEGATO 1.....	115
ALLEGATO 2.....	116
ALLEGATO 3.....	118
ALLEGATO 4.....	118
BIBLIOGRAFIA.....	119
SITOGRAFIA.....	122

INTRODUZIONE

La SPAC è un veicolo societario nato negli USA nei primi anni '90 dalle ceneri della blank-check company, struttura popolare negli anni '80 e utilizzata principalmente a scopi fraudolenti. È una struttura che ha trovato affermazione nel mercato americano dal 2003 ed è stata "esportata" prima in Europa, poi in Canada e Asia.

La SPAC è, essenzialmente, una società costituita esclusivamente da cassa, che ottiene una quotazione in borsa con il solo scopo di raccogliere, tramite l'IPO dei propri strumenti finanziari, i fondi necessari per effettuare, entro un periodo di tempo predeterminato (solitamente 24 mesi) una business combination (tipicamente una fusione o fusione inversa) con un'altra società operativa (target) non individuata al momento dell'IPO, in modo da farle ottenere l'accesso al mercato e, di conseguenza, lo status di società quotata. I fondi raccolti tramite l'IPO sono segregati in un trust, divenendo, così, indisponibili fino alla conclusione della transazione.

È uno strumento ampiamente utilizzato da società di medio-piccole dimensioni per ottenere l'ammissione alle negoziazioni sul mercato senza dover far fronte ai costi e ai tempi del tradizionale processo di quotazione. Inoltre, la SPAC, è contraddistinta da una volatilità quasi nulla fino al momento dell'operazione rilevante.

Si tratta di un fenomeno analizzato approfonditamente nel contesto americano, ma nuovo al mercato italiano, dove, dal 2010, si è assistito all'IPO di cinque SPAC. È di questi giorni l'annuncio del lancio di una sesta SPAC promossa dagli stessi soggetti coinvolti in Space SpA.

Obiettivo di questo studio è la verifica della compatibilità del modello statunitense al contesto italiano, attraverso l'analisi degli aspetti istituzionali che definiscono questa struttura.

Viene poi condotta una semplice analisi delle performance per valutare se le SPAC quotate nel mercato italiano presentino rendimenti simili a quelli registrati dalle strutture statunitensi.

Nel primo capitolo viene presentata la struttura originaria delle SPAC, introducendo i principali soggetti in essa coinvolti, i maggiori rischi ai quali espone e i vantaggi da essa derivanti, così come una presentazione di quelle che sono state le performance nel breve e nel lungo periodo. Il secondo capitolo tratta del confronto tra questo veicolo di investimento e

altre strutture simili quali blank-check companies, cash shell, reverse merger, IPO tradizionale, IPO senza underwriters e private equity.

Successivamente viene presentata una mappa della diffusione della SPAC nel mondo, introducendone le principali differenziazioni.

Si passa, poi, all'introduzione delle caratteristiche generali delle SPAC italiane, dei mercati di quotazione e delle performance finora registrate.

Nell'ultimo capitolo si svolge la vera e propria analisi che verte sul confronto tra le caratteristiche istituzionali presenti nella struttura statunitense, riportate nello studio "Institutional Changes in Specified Purpose Acquisition Companies" di Lakicevic, Sashmurove e Vulcanovic (2014), e quelle viste nel contesto italiano. L'analisi delle performance, invece, è volta a verificare la presenza, anche attraverso lo studio della volatilità e il confronto con i relativi gli indici di mercato, degli schemi visti nel mercato americano.

1. LA SPAC: COS'È?

Il termine SPAC è l'acronimo di Special Purpose Acquisition Company (inizialmente Specified Purpose Acquisition Company) ed identifica una società che nasce grazie all'apporto di alcuni soci, chiamati promotori (alternativamente promoters o sponsor) la quale viene quotata in un mercato regolamentato attraverso un IPO grazie alla quale raccoglie risorse finanziarie, che verranno poi depositate in un conto di garanzia. La SPAC ha come fine ultimo la realizzazione di una business combination¹ con un'altra società ("target company" o semplicemente "target") entro un periodo di tempo definito, in modo tale che la target ottenga lo status di società quotata. La SPAC non ha al suo interno processi operativi e risulta essere costituita da cassa e capitale sociale.

La SEC (Security and Exchange Commission) definisce la SPAC come riportato²:

"A SPAC is created specifically to pool funds in order to finance a merger or acquisition opportunity within a set timeframe. The opportunity usually has yet to be identified. SPACs are also often structured to avoid being legally subject to the additional requirements described in the last paragraph. However, SPACs often incorporate many of the requirements or some derivation of the requirements in order to attract investors."

Gran parte della disciplina che regola la SPAC deriva dalla normativa sulle blank-check companies, veicolo che ha visto un consistente sviluppo negli anni '80, simile per struttura, ma al quale si è fatto ricorso in particolare per fini fraudolenti.

La SEC specifica quanto segue in merito alle blank-check companies:

"A blank check company is a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person. These companies typically involve speculative investments and often fall within the SEC's definition of "penny stocks" or are considered "microcap stocks."

¹ Il concetto di business combination deriva dall'IFRS 3 (2008). Viene definita tale *"A transaction or other event in which an acquirer obtains control of one or more businesses. Transactions sometimes referred to as 'true mergers' or 'mergers of equals' are also business combinations as that term is used in [IFRS 3]"*. In sostanza una business combination può risultare dall'unione di più attività distinte in un'unica entità economica come conseguenza dall'unione di un'impresa con un'altra o dall'ottenimento del controllo sull'attivo netto e sulla gestione di un'altra impresa.

² Il concetto di SPAC è contenuto nella definizione di blank-check company. La stessa SEC definisce questo special purpose vehicle come *"A type of blank-check company"*.

LE DEFINIZIONI NELLA LETTERATURA

Anche Sheahan M. (2008) usa il termine SPAC come sinonimo di blank-check company e la definisce come *“a publicly traded holding company formed to acquire a company or companies, typically started by established money managers, often from the private equity space”*.

Boyer and Baigent (2008) le identificano come: *“blank-check companies that currently have no operations, but that are ‘going public’ with the intention of merging with or acquiring a company with the capital raised through the IPO”*.³

Nel 2011 Floros e Sapp descrivono le SPAC come *“shell companies that issue shares in an IPO and then hold the cash collected in an escrow account until a potential suitor for a RM can be found”*⁴.

Cumming et al. (2011) circoscrivono il fenomeno a *“single-purpose entities that exist solely to fulfill a specific and temporary objective: to raise equity from investors in an IPO (a “blank check”) in order to locate an investment opportunity in an existing and operating (but not publicly listed) company within a specific period of time”*.

Per Rodriguez e Stegemoller (2014) le SPAC sono essenzialmente *“Pools of cash that manager take public for the purpose of making a future acquisition”*.

Per quanto riguarda la letteratura italiana, Gagliardi (2011) definisce la SPAC come un *“veicolo di investimento collettivo che consente agli investitori d’investire realizzando un’unica operazione dello stile del private equity, spesso sotto forma di un cosiddetto leveraged-buy-out”*⁵.

Fumagalli (2014) le identifica come *“società che raccolgono risorse finanziarie tramite una IPO al fine di integrarsi successivamente con una società operativa e portarla così direttamente in quotazione su di un mercato azionario”*.

Come è possibile notare la definizione di SPAC ha subito un’evoluzione nel corso del tempo e a seconda dei vari contesti istituzionali.

³ Essendo questo uno dei primi e più rilevanti studi in materia, questa definizione è largamente utilizzata, ancora oggi, per circoscrivere il fenomeno.

⁴ Si veda il capitolo 3 per la definizione di cash shell.

⁵ Per Leveraged-buy-out (LBO) si intende un’operazione di acquisizione finanziata per la gran parte da debito rimborsato grazie ai flussi di cassa (operativi e da cessioni) attesi dalla società acquisita medesima.

Nel primo periodo di sviluppo di questo strumento, le definizioni usate equiparavano le SPAC a strumenti precedentemente conosciuti (e non visti di buon occhio, quali le blank-check companies o le shell companies). Successivamente si è arrivati alla costruzione di una vera e propria definizione che ne ricomprende le caratteristiche principali.

LE ORIGINI, LE PRIME EVOLUZIONI E I CARATTERI GENERALI

Il fenomeno SPAC è strutturalmente nato nel 1992, si è sviluppato in maniera importante negli Stati Uniti dal 2003 ed è considerato un affinamento del modello della blank-check company.

Come precedentemente riportato, le blank-check companies sono delle società che effettuano un'IPO per raccogliere fondi con lo scopo di investire tali fondi per effettuare una fusione o acquisizione con un'altra società già esistente, un'impresa o una persona fisica, non identificate al momento dell'IPO.

Questo veicolo societario, nel corso degli anni '80, è risultato essere uno strumento utilizzato per portare a termine attività fraudolente. Si poneva, infatti, molta enfasi sulla liquidità di cui godevano i titoli e sul rilevante potenziale di creazione di valore che sarebbe derivato dall'acquisizione, per ingannare gli investitori meno esperti. Tali frodi hanno avuto ad oggetto specialmente il segmento delle penny stocks⁶ in quanto per queste azioni non era richiesta la registrazione e lo scambio in mercati regolamentati.

Al fine di far cessare questi comportamenti, la SEC ha emendato più volte la normativa sulle blank-check companies contenuta nel Securities Act del 1934 fino all'introduzione, nel 1992, della cosiddetta "Rule 419" che viene applicata esclusivamente alle blank-check che sono penny stock.

Le disposizioni principali della "Rule 419" sono le seguenti:

- L'obbligatorietà di trasferire i proventi dell'IPO (al netto delle spese sostenute per essa) in un conto di garanzia, fino al momento dell'approvazione dell'acquisizione;
- La predisposizione di prospetti economico-finanziari relativi alla target, una volta che è stata identificata;

⁶ La definizione di "penny stock" è contenuta nella Rule 3^o51-1, in cui uno dei requisiti principali è che le società abbiano net tangible assets inferiori o uguali a 5 milioni di dollari.

- La predisposizione di prospetti economico-finanziari una volta che l'acquisizione è stata eseguita;
- La previsione di un diritto di fuoriuscire dall'investimento e la quantificazione del relativo corrispettivo;
- Ulteriori previsioni che riguardano lo svincolo dei proventi depositati nel conto di garanzia;
- Una scadenza temporale di 18 mesi entro i quali la società deve acquisire la target oppure restituire il capitale agli investitori⁷.

Dopo queste stringenti introduzioni normative, si è sentito il bisogno di creare un nuovo veicolo con caratteristiche simili a quelle delle blank-check companies, che assolvesse al medesimo ruolo, ma che offrisse protezione da possibili comportamenti opportunistici ai danni degli investitori.

La struttura delle SPAC nasce formalmente nel 1992 quando il fondatore della banca d'investimento EarlyBirdCapital, David Nussbaum, di concerto con un gruppo di avvocati e underwriters ideò un veicolo societario che fosse in grado di distinguersi dalla blank-check company, sia in quanto a reputazione sia sul piano operativo per il fatto non poteva essere applicata la Rule 419. Nonostante la necessità di rendere netta questa distinzione, il ruolo che tale strumento fu chiamato a svolgere è stato il medesimo della blank-check company. Inoltre, si sono volontariamente adottati alcuni dei requisiti a garanzia per gli investitori imposti dalla SEC e dal NASD (National Association of Securities Dealers) alle blank-check.

L'esenzione dall'applicazione della Rule 419 è dovuta al fatto che tale norma viene applicata alle penny stock. In sostanza, per costituire una blank-check che non sia soggetta alla Rule 419 è sufficiente che la società venga costituita con net assets (patrimonio netto) maggiore a 5 milioni di dollari.

Nonostante il superamento di questo ostacolo, se si fossero costituite società del genere, prive delle tutele precedentemente previste dalla SEC, il mercato non avrebbe reagito positivamente per la mancanza di fiducia che si era venuta a formare attorno a questo strumento abusato nel decennio precedente. È questo il motivo per cui si è deciso di sviluppare una struttura societaria che possedesse parte delle garanzie introdotte dalla Rule 419.

La SPAC, infatti, prevede una doppia tutela per gli investitori che si esplicita nella presenza del diritto di voto nell'assemblea di approvazione della business combination e la previsione

⁷ Heyman, 2007.

della possibilità, per gli azionisti dissenzienti o che non abbiano partecipato alla decisione, di redimere le proprie azioni a fronte di un corrispettivo in denaro. Nel caso italiano viene disciplinato dalla normativa relativa al diritto di recesso⁸, nel caso americano, tale diritto è concesso solo agli investitori dissenzienti.

Inoltre, nel caso di liquidazione, gli investitori non rischiano di perdere la somma impiegata in quanto i fondi raccolti con l'IPO vengono quasi interamente depositati in un trust.

Nell'esperienza statunitense la SPAC nasce come veicolo che permette la partecipazione ad investimenti ingenti anche a tipologie di investitori a cui precedentemente era precluso (nei fondi di private equity, ad esempio, i singoli investitori non investono direttamente nell'affare ma nel fondo), inclusi anche investitori retail.

Nell'esperienza italiana invece tali investimenti sono ancora preclusi ad investitori retail, forse perché il mercato azionario italiano non è sviluppato come il mercato americano e si suppone che gli investitori italiani abbiano meno esperienza in operazioni simili e, dunque, necessitino di maggiore tutela da parte delle istituzioni che regolamentano il mercato stesso.

La prima SPAC "operativa" è stata ammessa alla quotazione nell'agosto del 2003 quando la banca d'investimento EarlyBirdCapital ha sottoscritto l'IPO per la società Millstram Acquisition Corporation.

È stata la prima operazione a possedere i requisiti richiesti anche in merito alle modifiche normative introdotte relativamente alle blank-check companies.

Questa operazione ha portato all'attenzione del mercato la SPAC, tanto che nel 2007 le IPO di SPAC costituivano il 23% del mercato di capitali e il 34% nel 2008.

I mercati in cui tendono a quotarsi con più frequenza le SPAC sono quello newyorkese (OTCBB, AMEX, NASDAQ, NYSE) e quello londinese (AIM).

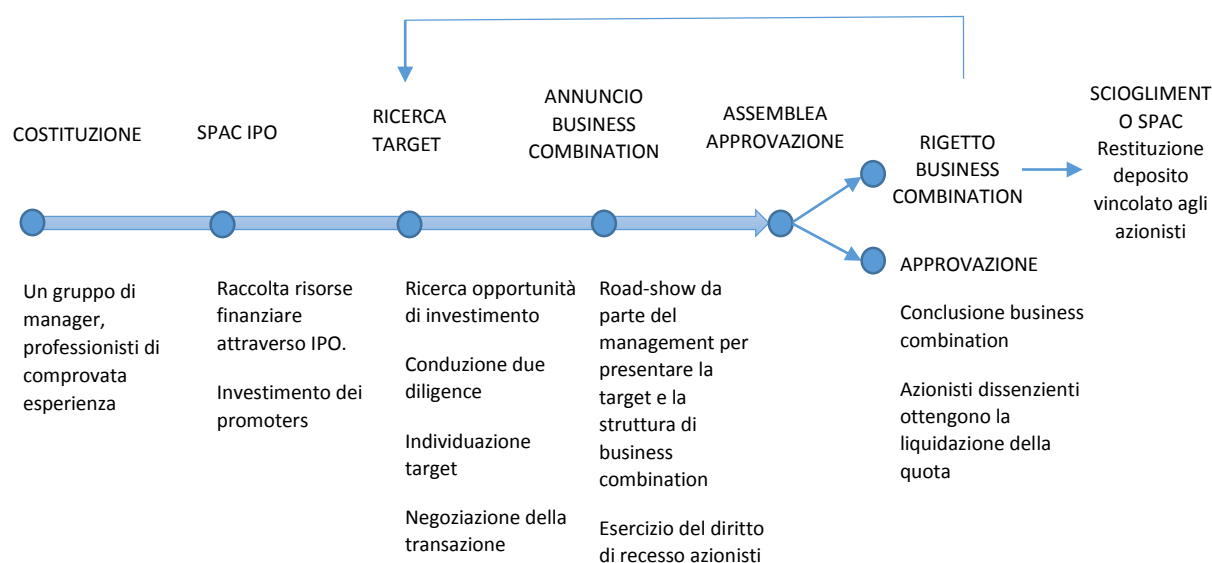
Nonostante questo, molte SPAC sono state costituite in stati a bassa fiscalità (tax heavens) ed è poi molto frequente che procedano all'integrazione con imprese localizzate in stati ancora diversi.

⁸ Artt. 2473 cc e seguenti.

2. STRUTTURA E TERMINI TEMPORALI NEL CONTESTO AMERICANO

IL FUNZIONAMENTO

Il ciclo di vita di una SPAC può essere suddiviso in quattro step principali: la costituzione, l'IPO, la ricerca di una target company e l'annuncio al mercato della business combination, e la fase di finalizzazione della business combination e post business combination.



Le fasi che seguono l'IPO, dal primo giorno successivo alla conclusione della business combination, devono avvenire entro un tempo determinato. Inizialmente erano dati 18 mesi di tempo più un'eventuale proroga di ulteriori 12 mesi nel caso vi fosse una lettera d'intenti firmata da entrambe le società. Successivamente, il termine è stato ampliato a 24 mesi prevedendo una proroga di ulteriori 6 o 12 mesi in presenza di una lettera d'intenti.

Prima fase: la costituzione.

La costituzione avviene, come è tipico per una società per azioni, grazie all'apporto di capitali da parte dei promotori.

Questi soggetti sono tipicamente degli investitori, manager e professionisti con esperienza nel settore finanziario e industriale e in strutture simili o fondi di private equity.

La percentuale azionaria da essi detenuta inizialmente è del 100% delle azioni ordinarie della SPAC e, in genere, questi soggetti vanno a costituire il management team antecedente all'IPO. Nello svolgere tale attività non è loro corrisposto nessun compenso periodico, in quanto la principale forma di compensazione consiste nell'attribuzione di una quota di azioni post business combination e di condizioni di favore per l'acquisto di warrant nell'aumento di capitale a loro riservato pre IPO. I promoters, tuttavia, ottengono il normalmente il rimborso spese sostenute nello svolgimento di attività relative alla SPAC.

Nelle SPAC americane la costituzione è resa nota attraverso la pubblicazione del prospetto S-1 come previsto dalla SEC. Tale prospetto fornisce informazioni in merito ai promoters, alla loro formazione universitaria e al background ed esperienze professionali precedenti. Inoltre, informa in merito ai potenziali rischi ai quali i partecipanti alla SPAC sono esposti, dal momento dell'IPO al momento della business combination⁹.

Nel medesimo prospetto viene esposta anche la struttura di corporate governance, la compliance con il Sarbanes-Oxley Act¹⁰ e la determinazione del compenso eventuale di sponsor e manager ad ogni stadio del processo della SPAC.

La SEC provvede a revisionare questo prospetto e, una volta approvato, l'attenzione dei promotori può spostarsi sulla fase dell'IPO.

Dai vari studi condotti in materia, si è visto che le SPAC costituite da meno fondatori si sono sviluppate nel primo periodo, cioè dal 2003 al 2006, mentre il maggior numero di fondatori si è registrato nelle SPAC del secondo periodo cioè dal 2006 al 2009. In media, i promotori sono 5.91 per SPAC con un età media di 50.59 anni¹¹.

Nella fase di costituzione e nella successiva di IPO, le SPAC si avvalgono dell'esperienza di investment bankers, professionisti del private equity, avvocati e imprenditori.

⁹ Lakicevic, M., & Vulcanovic, M. (2013). A story on SPACs.

¹⁰ Il Sarbanes-Oxley Act (SOX) è un atto approvato dal Congresso degli Stati Uniti nel 2002 al fine di proteggere gli investitori da frodi contabili da parte delle società. Il SOX ha imposto severe riforme al fine di migliorare l'informativa finanziaria da parte delle imprese e prevenire frodi contabili. Questo atto è stato emanato a seguito degli scandali contabili avvenuti nei primi anni del 2000, quali Enron, Tyco e WorldCom che hanno intaccato la fiducia degli investitori relativamente al modello di bilancio e hanno fatto emergere la necessità di interventi normativi.

¹¹ Lakicevic, M., Shachmurove, Y., Vulcanovic, M. (2014).

Seconda fase: l'IPO e la quotazione.

I fondi necessari per la business combination sono raccolti tramite un'IPO durante la quale i fondatori cedono sul mercato, sotto forma di "units", una percentuale pari circa all'80% del loro pacchetto azionario.

Le units sono "pacchetti" offerti sul mercato primario e sono composte, generalmente, da un'azione ordinaria e un warrant. Per un breve periodo di tempo queste units continuano ad essere scambiate nel mercato anche in seguito all'IPO.

I warrant sono strumenti finanziari rappresentativi del diritto a sottoscrivere azioni dell'emittente ad un prezzo predeterminato e ad un rapporto di esercizio prefissato¹². In una SPAC vengono identificati due tipi di warrant: quelli riservati ai promotori (sponsor warrant) che vengono offerti ad un prezzo inferiore rispetto al loro valore di mercato¹³, e quelli offerti agli investitori (market warrant) congiuntamente all'acquisto delle units.

Nonostante vengano regolarmente scambiati nel mercato, non possono essere esercitati fino al momento della conclusione della business combination.

In particolari situazioni, la società può prevedere che, al di sopra di un certo prezzo dell'azione (prezzo soglia) possano essere riacquistati dalla SPAC per un valore simbolico. Questa operazione è posta in essere al fine di limitare l'effetto di diluizione derivante dal loro esercizio¹⁴.

Le azioni ordinarie e i warrant delle units si staccano e vengono scambiati separatamente solo dopo che sono trascorsi mediamente 45-60 giorni dalla quotazione e previa presentazione di un documento "8-K" contenente i prospetti economico finanziari revisionati¹⁵.

I fondi raccolti con l'IPO vengono quasi totalmente depositati presso un conto di garanzia o un conto fiduciario. Per le prime SPAC la percentuale era di circa l'85-90%, mentre nelle SPAC di nuova generazione la percentuale è notevolmente aumentata arrivando anche a segregare il 100% dei proventi della quotazione.

¹² Il numero frazionario di azioni cui dà diritto un warrant è stabilito dalla formula

$$N = \frac{\text{Prezzo di Mercato delle Azioni} - \text{Prezzo Esercizio}}{\text{Prezzo di Mercato delle Azioni}}$$

¹³ Solitamente al di sotto del dollaro. In media 0.95 \$ ciascuno.

¹⁴ Il numero frazionario di azioni cui dà diritto un warrant diventa: $N = \frac{\text{Prezzo Soglia} - \text{Prezzo Esercizio}}{\text{Prezzo Soglia}}$

¹⁵ Pittenger, M., Grisin, C. (2007).

I fondi depositati nel trust possono essere investiti solo in attività prive di rischio e non possono, per nessuna ragione, essere utilizzati per le attività pre-business combination quali attività amministrative, di gestione ecc.... Solamente i proventi dell'investimento di queste somme possono essere utilizzati a tali fini a meno che non siano loro apposte delle clausole che li vincolino al trust.

Il vincolo di disposizione su tali somme costituisce una garanzia per l'investitore anche nel caso di liquidazione o non approvazione della business combination¹⁶.

Grazie a questa tutela gli azionisti della SPAC investono, fino al momento della business combination, in un'attività priva di rischio. Sostanzialmente essi detengono una quota della liquidità depositata nel trust e un warrant call su azioni post business combination, di cui non si conoscono né la natura né il valore.

Le units erano scambiate, in principio, nel mercato Over-The-Counter (OTC), quindi in un mercato in cui non sono richiesti:

- l'ammissione formale dei titoli alla quotazione;
- obblighi di market making sugli intermediari;
- il "book" di negoziazione nel quale sono contenuti e abbinati gli ordini;
- controlli sulle negoziazioni;
- oneri informativi a carico degli emittenti di titoli.

Nel 1990, per garantire un minimo livello di trasparenza anche se questo mercato, è stato introdotto un sistema elettronico di scambio l'Overt-The-Counter Bulletin Board (OTCBB) in cui vengono scambiati titoli non presenti sui mercati regolamentati.

Nel 2005 il mercato AMEX ha aperto alla quotazione di SPAC, regolamentandone i requisiti generali relativi a capitale minimo, corporate governance, prezzo minimo azionario e compliance con il Sarbanes Oxley Act, come ad esempio:

- la firma da parte del rappresentante legale della SPAC di un accordo di quotazione in cui, per conto della SPAC, si impegna a rispettare i requisiti di quotazione nel mercato AMEX;
- la redazione di un prospetto in cui siano dettagliate le caratteristiche e i dettagli delle azioni emesse;

¹⁶ Come detto precedentemente, in fase di costruzione di questo strumento si è deciso di adottare volontariamente alcune garanzie introdotte dalla Rule 419, tra cui anche questo requisito.

- la corresponsione di una “filing fee”, cioè una commissione pagata per la quotazione, che va 45.000 USD per quotazioni di più di 5 milioni di azioni, e da 70.000 USD per quotazioni di più di 75 milioni di azioni;
- la presentazione di una lettera da parte del lead underwriter in cui si attesta che la vendita delle azioni avverrà nei confronti di più di 400 investitori;
- la redazione di un prospetto in cui vengono fornite informazioni in merito ai dirigenti della SPAC, agli azionisti detentori di una quota proprietaria superiore al 10%, e una certificazione relativa al numero di azioni “pubbliche” e di public shareholders¹⁷.

Successivamente, nel 2008 sia il NYSE che il NASDAQ hanno ammesso alla quotazione questi strumenti, pur prevedendo requisiti più stringenti.

I requisiti per essere ammessi alla quotazione nel NASDAQ sono i seguenti:

- per il NASDAQ Global Market: valore di mercato dei titoli quotati di almeno 75 milioni di dollari;
- per il NASDAQ Capital Market: valore di mercato dei titoli quotati di almeno 50 milioni di dollari;

inoltre:

- i proventi lordi dell’IPO devono essere depositati presso un conto di garanzia detenuto presso un amministratore fiduciario indipendente, un conto di garanzia detenuto presso un’istituzione di garanzia assicurata oppure in un conto bancario separato di un broker o dealer registrato;
- nei 36 mesi dall’IPO la SPAC deve compiere una o più operazioni rilevanti (che abbiano valore di mercato pari ad almeno l’80% dei proventi da quotazione depositati);
- ogni business combination deve essere approvata sia dalla maggioranza degli azionisti che detengono azioni ordinarie sia dalla maggioranza dei dirigenti indipendenti, fino a che la SPAC si trova nella fase di acquisizione.

I requisiti perché le SPAC siano ammesse alla quotazione nel mercato NYSE sono:

- la SPAC deve avere un market value di 250 milioni di dollari e un market value del flottante di almeno 200 milioni di dollari;
- devono possedere tutti i requisiti richiesti per la quotazione sul mercato NASDAQ;

¹⁷ Per “public shareholders” si intendono tutti quegli azionisti “esterni”, cioè diversi dai soci promotori.

- almeno il 90% dei proventi dell'IPO e di altre vendite concorrenti riguardanti il suo capitale devono essere depositati presso un conto fiduciario sorvegliato da un custode indipendente fino all'esecuzione della business combination;
- la business combination può avvenire con uno o più business operativi o assets con un fair value almeno uguale all'80% dei fondi segregati nel conto fiduciario;
- la business combination deve essere approvata dalla maggioranza dei votanti spettanti agli azionisti "esterni" e nel qual caso vi siano azionisti dissenzienti, questi hanno il diritto di uscire dall'investimento ottenendo come rimborso una porzione pro-quota dei proventi segregati nel conto;
- la business combination non può essere eseguita qualora il numero di azionisti che esercitano il diritto di conversione sia superiore ad una certa soglia che non può essere, in nessun caso, superiore al 40%;
- la SPAC viene liquidata se non finalizza nessuna business combination nel termine dei 3 anni (non più 24 mesi);
- i fondatori che posseggano azioni della SPAC al momento della liquidazione devono rinunciare ai propri diritti di partecipare alla distribuzione dei fondi segregati nel conto fiduciario o nel conto di garanzia, con riferimento alle azioni detenute prima dell'IPO o acquistate in un collocamento privato contestuale all'IPO.;
- gli underwriters devono rinunciare, in sede di liquidazione, all'ammontare della compensazione differita depositato nel conto fiduciario¹⁸.

Nel 2010 il NYSE AMEX¹⁹, ha introdotto nuovi requisiti per l'ammissione alla quotazione dei titoli delle SPAC, tra cui:

- la detenzione di almeno il 90% dei proventi della quotazione e di altri investimenti nel trust;
- la conclusione di una o più operazioni rilevanti entro tre anni (36 mesi) dall'ammissione alla quotazione e la condizione che in questi affari venga impiegato in totale almeno l'80% dei fondi netti detenuti nel trust;
- la business combination iniziale deve essere approvata dalla maggioranza dei public stockholders;

¹⁸ <http://m.reedsmith.com/files/Publication/dde8ad8f-3f44-4db8-8092-4d8011f98cbd/Presentation/PublicationAttachment/df24efb3-c58a-4a35-a3a5-a8445fb17f3e/bull08057.pdf>

¹⁹ Nuova denominazione per identificare l'ex AMEX.

- i public stockholders che votano contro all'acquisizione e che usufruiscono del diritto di convertire le azioni con il pro rata del trust, non devono essere più di una certa soglia precedentemente stabilita.

Prima dell'IPO ufficiale avviene un collocamento privato in cui i promoters e il management team possono acquistare fino al 20% del capitale della SPAC. Con le azioni riservate loro, è previsto che i promoters votino in accordo a quanto espresso dalla maggioranza dei public shareholders nell'assemblea di approvazione della business combination.

Questo meccanismo serve a ricompensare il management team della SPAC per le mansioni svolte, in quanto, come detto in precedenza, essi non ricevono nessun compenso per la propria attività.

Gli investitori di una SPAC non possono contare né su una storia finanziaria dello strumento, né su dati economico finanziari o su processi di business in quanto non esistenti all'interno della società. Nell'investire in queste tipologie di veicoli i fattori determinanti sono la formazione e le passate esperienze del management team in investimenti rilevanti o simili.

Di fatto con questi strumenti, gli investitori scommettono sulle abilità dei promoters nell'identificare una target adeguata e nella conclusione di una business combination che sia redditizia per entrambe le società²⁰.

Il numero maggiore di IPO di SPAC si è registrato nell'anno 2007 con 66 operazioni. Gli anni in cui se ne sono registrate meno sono stati il 2003 e il 2009 nei quali è stata effettuata un'unica IPO. Per quanto riguarda i volumi raccolti, le SPAC più grandi si sono avute nel periodo che va dal 2006 al 2008.

Il periodo precedente (2003-2006) è stato il periodo in cui questo strumento ha fatto la sua comparsa nel mercato. Veniva quotato solo nell'OTCBB e nel mercato AMEX, quindi non era ammesso alla quotazione nei mercati più importanti quali NYSE e NASDAQ e, di conseguenza, la diffusione è stata limitata. Il periodo seguente (2009 in poi) ha risentito della crisi finanziaria che ha colpito il mercato globale. Nonostante questo, è caratterizzato da un trend positivo.

²⁰ È necessario specificare, che, mentre nelle prime SPAC la società quotanda non specificava né settore né area geografica di riferimento, nelle SPAC di nuova generazione questi sono spesso identificati, e sono due ulteriori elementi che guidano la scelta di un potenziale investitore.

Terza fase: la ricerca di una target company.

Si tratta della la fase determinante dell'intero processo dato che è volta all'individuazione di una target company appropriata alla SPAC, al fine di concludere una business combination che risulti essere profittevole per tutti gli azionisti coinvolti nell'operazione.

Alla SPAC sono, generalmente, concessi 24 mesi²¹ per identificare una società target e concludere una business combination. Il termine temporale può essere esteso a 36 mesi nel caso sia stata precedentemente firmata una lettera d'intenti. La presenza di un termine temporale è una caratteristica della struttura della SPAC, tuttavia, esso varia da società a società²².

Nell'arco temporale che intercorre dal primo giorno successivo all'IPO al giorno precedente all'annuncio dell'acquisizione la SPAC identifica le società che possono costituire una buona opportunità di investimento nel settore o nell'area geografica desiderati, se specificato nei prospetti pubblicati al momento dell'IPO²³.

In seguito, le società vengono man mano selezionate fino ad ottenere una "short list" composta un numero limitato di società, con le quali si pone in essere una più penetrante due diligence finalizzata all'identificazione di quella più idonea a diventare la target company, cioè la partner nella business combination che si andrà a finalizzare²⁴.

In questa fase, il management team cerca società che siano sufficientemente grandi da riuscire a sostenere il fatto di essere una società quotata su un mercato regolamentato, con azioni che vengono scambiate in questo mercato e con obblighi informativi a cui far fronte; ma che, allo stesso tempo, siano sufficientemente piccole da poter costituire sani candidati per l'IPO.

²¹ Dalla data dell'IPO.

²² Alcune strutture prevedono un termine di 12 o 18 mesi per l'identificazione della target e la sottoscrizione di una lettera d'intenti e di 24 mesi per l'esecuzione della business combination, altre un termine abbreviato di 12 mesi estendibile a 24 per la conclusione dell'operazione, altre ancora prevedono un termine "standard" di 24 mesi che, tuttavia, è possibile prorogare per ulteriori 6 mesi al massimo. Si è notata anche una tendenza all'aumento della scadenza, infatti alle prime SPAC erano imposti limiti temporali più stringenti, sia per la ricerca della target company, sia per la conclusione della business combination; con l'andare del tempo e lo sviluppo di questo strumento sono stati concessi più mesi per la conclusione dell'intero processo ed è stato eliminato il termine di 18 mesi che riguardava l'identificazione della target.

²³ Nella realtà, tale ricerca prende il via al momento della costituzione della SPAC, ed in alcuni casi anche prima, ma trova concretezza in questa fase.

²⁴ Nel caso in cui la SPAC abbia già identificato la target company senza passare attraverso questa fase di "scrematura" delle liste, la due diligence viene condotta con quest'unica società.

Quarta fase: la business combination.

La fase di business combination inizia dal giorno dell'annuncio dell'identificazione della società target.

Per comunicare l'identificazione di una società target la SPAC utilizza dei prospetti specifici nei quali vengono esplicitate anche le modalità in cui avverrà la transazione e il nome della target.

In seguito, viene predisposto e pubblicato un prospetto unificato, avente i requisiti richiesti dalla SEC, volto a mostrare l'impatto dell'operazione²⁵ sui dati economico e finanziari dell'entità che da essa risulterà.

Dopo la redazione di questi obblighi informativi, l'attenzione del management team viene posta sull'ottenimento dell'approvazione del progetto.

Come detto in precedenza, il progetto è soggetto ad approvazione in assemblea da parte degli azionisti della SPAC titolari del diritto di voto, e, specificatamente, di un voto per ogni azione posseduta.

Affinché la business combination sia approvata è necessario che vengano rispettate contestualmente due condizioni. La prima consiste nell'ottenimento del voto favorevole da parte della maggioranza degli azionisti. La seconda, e più restrittiva, prevede che non debba essere richiesta la conversione delle azioni in pro rata del conto fiduciario o del conto di garanzia da parte di un numero di azionisti dissenzienti che ecceda una certa soglia stabilita nei documenti della SPAC pubblicati in sede di IPO²⁶. Tale soglia è progressivamente aumentata come conseguenza dell'attivismo di investitori istituzionali, di cui si tratterà più avanti nel capitolo.

Nel caso di non approvazione, a differenza delle prime SPAC che prevedevano la liquidazione, le più recenti SPAC escludono tale automatismo, lasciando la decisione a discrezione del management team. Nel caso in cui la SPAC abbia sufficiente tempo per identificare un'ulteriore target e delineare accuratamente la struttura di un'altra business combination, la SPAC continua il proprio ciclo vitale fino alla conclusione dell'operazione. In

²⁵ Si utilizzeranno i termini operazione, acquisizione e transazione come sinonimi di business combination.

²⁶ Generalmente tale soglia varia da un 20% ad un 40% ma che non può mai essere inferiore al 10% - tra il 2003 e il 2006 la soglia media era del 20%, successivamente è cresciuta al 30%-40% fino a raggiungere percentuali più alte in alcune SPAC.

caso contrario, se la SPAC non è in grado di individuare un'ulteriore società target oppure nel caso in cui venga raggiunto il termine temporale massimo concesso per definizione, la SPAC viene sciolta.

A questo punto, alla liquidazione prendono parte tutti gli azionisti con le azioni da loro acquistate sul mercato, mentre non vi prendono parte i promotori con i titoli che sono stati loro riservati nel collocamento privato pre-IPO²⁷.

Nell'ipotesi in cui la SPAC non sia in grado di trovare una target adeguata, per evitare lo scioglimento e la liquidazione, possono essere implementate ulteriori strategie.

Una prima alternativa è rappresentata dalla conversione in una vera e propria cash shell. Questo comporta la distribuzione dei fondi segregati nel trust ai public stockholders, la rimozione delle restrizioni derivanti dalle modifiche normative relative alle blank-check companies e l'espansione dei poteri e degli scopi della società stessa.

Un'altra possibilità consiste nella creazione di una "survivor" dotata di meno liquidità rispetto alla SPAC. Questo avviene attraverso l'esercizio della facoltà, in capo agli azionisti, di rinunciare a parte delle proprie azioni a fronte di un pro rata del valore del trust o di denaro e azioni privilegiate della società risultante dall'acquisizione. Tale operazione avviene soprattutto nel caso in cui la SPAC abbia individuato una target adeguata ma di dimensioni inferiori, tali da non permettere che venga rispettato il requisito dell'impiego di almeno l'80% dei fondi segregati nel trust²⁸.

Inoltre, per rendere più attraenti le proposte di acquisizione e cercare di ottenere l'approvazione in assemblea, i management team delle SPAC hanno introdotto dei "correttivi" alla tradizionale struttura.

Ad esempio, è stata prevista la consegna di parte delle azioni o dei warrant attribuite gratuitamente ai promotori, al fine di ridurre la diluizione che risulterebbe dalla conclusione della business combination.

²⁷ Questa previsione costituisce un'ulteriore garanzia per gli investitori i cui investimenti vanno a costituire il fondo vincolato. Il management team, non vanta, quindi, su di esso nessun diritto, e nemmeno gli underwriters nel caso in cui parte della compensazione sia differita e vincolata assieme ai proventi dell'IPO.

²⁸ Molto spesso, invece, nonostante il fair value dell'acquisizione non raggiunga il requisito dell'80%, il management team porta a termine l'operazione, strapagando la target.

Un'altra opzione prevede la conduzione di una tender offer da parte della SPAC o della sua target, avente ad oggetto i warrant pubblici. In questo modo si cerca di diminuire l'impatto della diluizione dei warrant sulle azioni dei public shareholders²⁹.

Con lo stesso scopo, si può prevedere il trasferimento di parte delle azioni agli stockholders che hanno votato favorevolmente alla proposta di business combination.

È possibile prevedere anche una price protection, totale o parziale, nel caso in cui l'azione venga scambiata ad un prezzo inferiore ad una certa soglia dopo la business combination.

Nel caso di approvazione dell'operazione, invece, la società, in accordo con gli underwriters ed i consulenti legali, predispone ulteriori prospetti destinati alla SEC, con i quali comunica anche la contestuale emissione di nuovi titoli legati alla business combination.

Da questo momento i fondi segregati nel conto di garanzia o nel conto fiduciario vengono svincolati e tornano ad essere a disposizione del management team che potrà utilizzarli per la società risultante dalla business combination.

In merito alla struttura dell'operazione, per quanto attiene alle SPAC americane le acquisizioni riguardano esclusivamente l'ottenimento di un controlling interest, ed è quindi preclusa l'alternativa di acquisizione attraverso minority interests. Di conseguenza, è sempre prevista una successiva fusione tra le due società.

La business combination può avvenire in diversi modi, tuttavia, la naturale conclusione di questo processo si concretizza in una fusione (o una fusione inversa³⁰) tra SPAC e target. In alcuni casi, si è visto che la SPAC, post-business combination, può restare una mera holding di partecipazioni, andando, così, a dare forma ad una struttura piramidale³¹.

Le operazioni sono, solitamente, pagate con azioni³² e i fondi detenuti nel trust servono come iniezione di capitale "fresco". Altre volte è possibile che vengano pagate con un mix tra shares e cash.

Le SPAC che prevedono un'emissione di azioni contestuale alla business combination, permettono alla target di disporre di un'immediata iniezione di liquidità. Trattandosi, in questo caso, di un'operazione che, per la target, possiede gli stessi risvolti di un'IPO

²⁹ Cherney e Ablovatskiy (2009).

³⁰ O reverse merger, cioè un'operazione in cui sia la SPAC ad essere incorporata dalla target.

³¹ Fumagalli (2014).

³² Di nuova emissione.

tradizionale, la liquidità deriva sia dalla liberazione dei fondi depositati nel trust, sia dai fondi derivanti dall'ammissione alla quotazione nel mercato regolamentato.

A seconda della struttura adottata, i promotori possono restare stakeholder di maggioranza, diventare stakeholder di minoranza oppure uscire dall'investimento.

È, inoltre, possibile che le azioni degli sponsor siano vincolate per un determinato periodo di tempo (che va mediamente dai 18 ai 24 mesi) al fine di evitare comportamenti opportunistici da parte del management team.

Alcune strutture possono prevedere anche che la quota riservata ai promotori sia legata al reddito della società oppure al prezzo dell'azione.

In alcune SPAC, comparse negli USA dal 2010 e definite “di nuova generazione”³³, tuttavia, si è assistito all'introduzione di alcune modifiche strutturali che hanno comportato l'eliminazione dell'approvazione da parte dei public shareholders della business combination, quindi dell'esercizio del diritto di voto. A tutela degli azionisti resta il diritto di convertire le proprie azioni nel pro rata del fondo di garanzia.

Una conseguenza di questa nuova struttura è identificabile nel fatto che possono verificarsi degli scompensi di liquidità qualora gli azionisti dissenzienti che richiedano la conversione siano numerosi. Nel qual caso la società target, come tutela, può prevedere che, nel contratto che disciplina l'operazione, venga apposta una clausola che contempra l'impossibilità di eseguire la business combination nel caso in cui il numero di azionisti che si avvalgono del diritto di conversione sia superiore ad una determinata soglia.

Questa modifica strutturale relativa alle SPAC di nuova generazione è stata introdotta per limitare la possibilità da parte di azionisti detentori di grandi pacchetti azionari di attuare strategie cosiddette di “greenmailing” o “SPACmailing”.

Un'ulteriore correzione che hanno introdotto le SPAC di nuova generazione ha riguardato l'impatto della diluzione subita dai public shareholders a causa delle partecipazioni azionarie detenute dai fondatori.

Si è cercato, infatti, di limitare questo impatto attraverso due canali: la diminuzione del numero di azioni emesse a fronte dell'apporto di un controvalore nominale da parte dei fondatori e, allo stesso tempo, l'aumento del prezzo dei warrant assegnati.

³³ Wittlin, F, Ferris, K., McCutchen, B. (2010).

La fase di post business combination non possiede, di per sé, caratteri comuni alla struttura societaria ma dipende da molteplici fattori quali: la tipologia di transazione, la redditività potenziale della target company, il settore in cui opera, l'area geografica, la abilità del management team della SPAC, ma anche le abilità di integrazione tra le due società con specifico riguardo alle persone.

GLI ATTORI COINVOLTI

Sono diversi i portatori di interessi che intervengono nel ciclo di vita della SPAC, i principali sono presentati di seguito.

I promotori

Sono i soci fondatori della SPAC, coloro che partecipano in essa dal momento della costituzione e grazie ai quali l'iniziativa è posta in essere. Si tratta di investitori professionali, di manager esperti o di grandi investitori.

Essi, generalmente, vanno a costituire il management team della SPAC e grazie alle loro competenze ed esperienze, apportano valore aggiunto alla società in particolare nella fase di ricerca della target company e di articolazione della business combination.

Non ricevono stipendio né compensi periodici per la loro attività e non è loro richiesto di riservare un ammontare di tempo predeterminato alla SPAC. La scelta del tempo da dedicare è, quindi, libera ed è motivata dalle esigenze e dall'interesse che il soggetto ha nella società.

A causa di questa libertà possono sorgere conflitti di interessi, in quanto, molti promotori svolgono attività o ricoprono ruoli anche in altre società, concorrenti o meno³⁴. Questo può essere un problema nel caso insorgano possibilità di investimento redditizio in quanto non è previsto che i promotori diano precedenza alla SPAC nella proposizione di questo investimento. Per tutelare gli interessi della SPAC, possono essere introdotte clausole che riconoscano ad essa una *first look obligation* o un *right of first review*, cosicché le opportunità

³⁴ Molti promotori possono essere coinvolti in più SPAC e per questo hanno interessi tra loro concorrenti. Possono quindi nascere conflitti di interessi nel caso in cui tale soggetto venga a conoscenza di un affare redditizio sia per l'una che per l'altra SPAC. Oppure potrebbe verificarsi il caso del socio che detenga partecipazioni rilevanti in una società che può essere un'adeguata target company o una papabile target, ma questo faccia pressioni perché questa società sia scelta come partner nella business combination.

di investimento migliori, derivanti dall'attività di scouting dei promotori o dalla loro rete di relazioni, debbano essere presentate alla SPAC prima che ad altri soggetti³⁵.

Inoltre è possibile che insorgano problemi nel caso in cui gli incentivi del management team non siano perfettamente allineati con quelli degli investitori. Per evitare questa situazione è stato previsto il meccanismo dello *sponsor equity*. Lo *sponsor equity* è la parte di equity che viene riservata ai promotori nel caso di successo della business combination³⁶. Questo meccanismo è stato introdotto per due principali ragioni. La prima è identificabile nel fatto che ai fondatori non è corrisposto nessun compenso per la loro attività svolta fino al momento della business combination e questo *sponsor equity* loro riservato rappresenta, in sostanza, la loro remunerazione. Questo meccanismo, poi, costituisce un'ulteriore garanzia per gli investitori che anche i management team abbia interesse a vedere approvato il progetto di business combination.

I promotori partecipano alla SPAC anche attraverso gli *sponsor warrants*³⁷ e il *sponsor co-investment*, cioè l'ammontare delle units acquistate sul mercato, in sede di IPO, alle stesse condizioni degli investitori, o l'ammontare delle azioni acquistate prima dell'assemblea di approvazione della business combination³⁸.

Il rischio principale a cui vanno incontro i promotori è la perdita dell'intero investimento iniziale, cosa che avviene nel caso in cui la SPAC non sia in grado di concludere l'acquisizione con la società target e, di conseguenza, venga liquidata.

In questa fase, tuttavia, i promotori concorrono alla ripartizione del trust con le azioni acquistate a condizioni di mercato, ma non vi prendono parte con le azioni loro riservate né con i warrant.

I principali benefici di cui godono sono di carattere reddituale e vengono identificati, in primis, nella possibilità di ottenere *abnormal returns*³⁹ sugli investimenti effettuati ed, in

³⁵ Fumagalli, M. Lo sviluppo della SPAC in Italia.

³⁶ Generalmente rappresenta il 20% dell'equity post IPO.

³⁷ Gli *sponsor warrants* costituiscono tra il 1.5% e il 4% del capitale. Il capitale apportato a fronte dell'acquisto di *sponsor warrants* costituisce il *capital at risk* dei promotori in quanto, nel caso di liquidazione, questo non viene recuperato, essendo che i warrant non diventano più esercitabili.

³⁸ Con lo *sponsor co-investment* i promotori partecipano alla ripartizione del valore del trust, in caso di liquidazione della SPAC.

³⁹ *Abnormal returns* o "excess returns" è una misura di quanto il rendimento del titolo si discosti da ciò che sarebbe stato fisiologicamente prevedibile (con riferimento all'andamento del titolo e al rischio dello stesso). Viene calcolato come differenza tra 'Actual Return' e 'Expected Return', quest'ultimo stimato attraverso un asset price model (solitamente CAPM oppure il Four-Factor Model).

particolare, sulla quota di sponsor equity che è stata loro riservata a fronte dell'apporto di cifre irrisorie rispetto a quelle necessarie per acquistare le medesime partecipazioni sul mercato. Inoltre, essendo un partecipazione di tipo "equity", cioè capitale sociale (non patrimonio netto), non è legata alla redditività della società quindi, si è di fronte ad una situazione in cui i promotori hanno la possibilità di ottenere profitti anche se l'acquisizione, di per sé, distrugge valore.

Gli underwriters

La prima SPAC è stata sottoscritta dalla banca d'investimenti EarlyBirdCapital a cui si susseguirono altre piccole banche d'investimento.

Con il boom di questo veicolo, nel 2007, hanno fatto la loro comparsa nel processo le grandi banche di investimento di Wall Street quali Citi, Deutsche Bank Securities, Merrill Lynch & Co, JPMorgan, UBS, Lazard, Bear Stearns, Baker Watts, Pali Capital.

L'attività da esse svolta è analoga a quella di una tradizionale IPO e consiste nella gestione dell'IPO, nella sottoscrizione dei titoli emessi dalla SPAC e nello svolgimento della funzione di market makers.

Rodriguez e Stegemoller (2014) individuano due principali funzioni assolve da questi soggetti: la funzione di vendita e una funzione precauzionale. Nella prima sono comprese le attività di valutazione dell'emittente, nella costruzione di un book, e nella vendita delle azioni emesse con l'IPO; la funzione precauzionale consiste nel cercare di procurare all'emittente un'ingente disponibilità finanziaria sufficiente a far fronte alle spese che saranno sostenute per la due diligence.

I titoli delle SPAC vengono venduti dal management team all'underwriter attraverso un accordo definito "*Firm Commitment*" ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo d'offerta. Il contratto è improduttivo di effetti fin tanto che la domanda di ammissione alla quotazione ("*Registration Statement*") non è stata approvata dalla SEC. Il fine del contratto consiste nell'assicurare che al termine del processo di IPO l'emittente possa disporre di un ammontare di risorse finanziarie stabilito a priori.

Essenzialmente, gli underwriters sottoscrivendo il titolo ne garantiscono la qualità e successivamente, lo collocano nel mercato secondario, ricercano, quindi, dei soggetti disposti

ad acquistare il titolo e ad investire nell'iniziativa. Identificando i possibili investitori, infatti, l'underwriter crea un vero e proprio mercato per tali titoli.

È indubbio quindi che siano degli attori che impattano fortemente sulla riuscita dell'operazione grazie o a causa della loro reputazione.

Maggiore è la reputazione dell'underwriter più liquido risulta essere il titolo grazie all'elevata qualità percepita dell'azione/warrant o unit.

Un altro fattore che impatta sul processo è il numero di underwriter coinvolti. Se è vero che la qualità reputazionale incide in maniera esponenziale sul ciclo di vita della SPAC, è altrettanto vero che un numero elevato di underwriter coinvolti può sfiduciare il mercato in merito alle capacità del management team.

Inoltre, si è assistito ad un fenomeno per il quale molti di essi furono coinvolti in una SPAC ma con volumi di collocamento non consistenti. Una situazione di questo tipo può far nascere agli investitori il dubbio che questi underwriter non stiano seguendo attivamente la SPAC. Come conseguenza di tale situazione si è assistito ad un trend nelle SPAC più recenti che ha visto una riduzione del numero di underwriters a fronte di una maggiore specializzazione degli stessi.

Gli underwriter ricevono una remunerazione per la loro attività definita '*Underwriter Discount and Commission*' "*UDC*" che corrisponde in media al 7% dei proventi dell'offerta⁴⁰. In principio essa era corrisposta per intero al momento della prestazione del servizio, successivamente si è imposto uno schema remunerativo che prevede la corresponsione parziale della provvigione, generalmente la circa la metà, al momento del collocamento, e il differimento di parte di essa, cioè la '*Deferred Underwriter Fee*' "*DUF*", alla conclusione della business combination⁴¹. La porzione differita viene depositata nel trust assieme ai proventi dell'IPO, tuttavia, su di essa non maturano interessi attivi spettanti agli underwriters. Inoltre, nell'ipotesi di liquidazione, il trust viene ripartito tra gli azionisti (quindi non beneficiano della distribuzione gli underwriters) al lordo della DUF. Proprio per questo motivo, anche per gli underwriters, l'eventualità del fallimento nella conclusione

⁴⁰ Essa corrisponde alla media delle provvigioni applicate nelle tradizionali IPO.

⁴¹ Rodriguez e Stegemoller (2014) fanno notare come il fatto di poter differire la provvigione sia indicativo degli irrisonori costi fissi che sostiene l'underwriter. Inoltre, il fatto di differire una parte della somma, senza tuttavia aumentare lo spread che indennizza questi soggetti per la dilazione subita, è rivelatore della basse pressioni competitive a cui sono sottoposti gli underwriters in questo mercato.

dell'acquisizione costituisce un rilevante fattore di rischio, poiché, in questo caso otterrebbero solo la parte di provvigione loro attribuita pre-business combination.

Si è anche assistito a schemi di remunerazione in cui l'intera UDC sia stata depositata nel trust e ne sia stata differita la corresponsione al momento della conclusione dell'operazione.

Gli investitori

Nelle SPAC americane è possibile identificare diversi tipi di soggetti che investono in questo special purpose vehicle. I principali sono gli hedge funds, i private equity funds e i grandi investitori.

Gli hedge funds e i private equity funds sono degli investitori molto presenti e attivi nel mercato delle SPAC, tuttavia essi sono principalmente orientati all'ottenimento di un guadagno nel breve periodo piuttosto che all'investimento di lungo termine.

La caratteristica che accomuna questi soggetti è la loro tendenza a votare contro la business combination, a prescindere dalla relativa bontà della stessa, al fine di ottenere il diritto a riscattare le azioni per un pro-rata del trust che risulterà essere maggiore rispetto al prezzo d'acquisto dell'azione⁴².

Questa situazione può creare seri problemi al management team che ha un grosso incentivo a veder approvata la business combination anche a causa della remunerazione differita. Per questo motivo, i manager cercheranno di ottenere il consenso da quegli investitori che hanno dichiarato di voler votare contro l'operazione.

Le strategie più frequentemente utilizzate dagli hedge funds sono le seguenti:

- I. *“enhanced cash”*: se i titoli della SPAC sono scambiati “a sconto” rispetto al valore detenuto nel trust. Questi soggetti possono acquistare il titolo al prezzo di mercato (inferiore), in assemblea votare contro l'acquisizione e riscattare le proprie azioni, ottenendo, così, proventi risk-free;
- II. *“relative value arbitrage”*: in cui i fondi traggono beneficio dal non corretto prezzo di mercato di units, warrants e/o azioni;

⁴² A causa dei proventi maturati sul trust reinvestito e non utilizzati per la gestione ordinaria della SPAC. Si ricorda che i fondi segregati nel conto di garanzia vengono reinvestiti solo in strumenti finanziari risk free, dal momento dell'IPO al momento della business combination.

- III. *“greenmailing”* o *“SPACmailing”*: situazione in cui gli azionisti che detengono un pacchetto rilevante possono bloccare l’operazione. Hedge funds aggressivi possono acquisire grandi pacchetti azionari per far sì che il management team sia obbligato ad acquistare le loro azioni, potendo imporre un prezzo più alto rispetto a quello di mercato;
- IV. *“redemption arbitrage”*: se il prezzo dell’azione è maggiore rispetto al prezzo di conversione durante l’arco di tempo che va dal voto degli azionisti alla conclusione dell’affare, gli azionisti possono vendere le proprie azioni sul mercato ottenendo un profitto;
- V. *“diversified private equity funds”*: situazione in cui si viene a costituire un fondo diversificato con opportunità di investimento che coprono diversi settori e comprendono diversi manager con diverse esperienze e skills.

Sì è notato che gli hedge funds che seguono una strategia di enhanced cash costituiscono una gran parte del mercato dell’IPO delle SPAC⁴³.

La target company

Le target companies sono le società con cui la SPAC struttura e conclude una business combination. Grazie a questa operazione la società target diventa una società quotata.

Per questo motivo le target companies sono principalmente⁴⁴ società non quotate che vedono nella SPAC un’opportunità per accedere al mercato regolamentato senza intraprendere il tradizionale processo di quotazione, costoso sia in termini finanziari che di consumo di tempo e, soprattutto, incerto nel suo esito, fino alla fase finale.

Oltre a questo, i proprietari della target possono beneficiare dell’esperienza dei manager della SPAC.

Generalmente si è visto che una SPAC risulta essere redditizia quanto ha la possibilità di acquisire una società sottovalutata finché privata, ed il management team riesce a gestirla in maniera profittevole, una volta che l’entità abbia ottenuto lo status di società quotata ⁴⁵.

⁴³ Lewellen (2009).

⁴⁴ Ma non esclusivamente. Ci sono stati casi in cui le società target erano società pubbliche o società controllate. Tuttavia, si può affermare che all’inizio questo strumento veniva utilizzato nei confronti di sole società private.

⁴⁵ Boyer e Baigent (2008).

Come avviene in strutture di investimento affini, le SPAC acquisiscono solitamente target companies operative in settori nei quali il management team ha una certa esperienza.

Nel contesto americano si è visto come le target companies siano società caratterizzate da dimensioni più ridotte rispetto a quelle che intraprendono il tradizionale processo di IPO. Questo perché, attraverso la SPAC, anche queste società possono ottenere una quotazione senza l'ingente dispendio di denaro e tempo richiesti nell'ordinario processo di ammissione alle negoziazioni.

Inoltre, la liquidità delle SPAC, derivante dal vincolo dei proventi dell'IPO, può essere utilizzata per ristrutturare le situazioni patrimoniali delle target companies, oppure per finanziare future opportunità di crescita.

Un ulteriore punto di forza è identificabile nel fatto che questo veicolo permette di ottenere nuove risorse finanziarie senza dover rinunciare alla proprietà⁴⁶.

Si è, poi, notato che nel corso degli anni, le target delle SPAC statunitensi sono risultate essere società caratterizzate da un maggiore rischio e una minore redditività prospettica. Inoltre, sono società molto indebitate, caratterizzate da un tasso di crescita basso e da opportunità di investimento più limitate. Hanno, inoltre, excess stock returns più negativi rispetto a quelli visti nelle IPO tradizionali.

PUNTI DI FORZA E RISCHI DELLA SPAC

Promotori

Dal punto di vista dei soci promotori, la SPAC rappresenta una valida alternativa per porre in essere un investimento di tipo private equity a fronte di un modesto apporto di risorse finanziarie.

Essi traggono beneficio anche dallo schema remunerativo che tipicamente è utilizzato in queste strutture, ovvero, dal fatto che il compenso loro spettante è corrisposto al termine della business combination, indipendentemente dal fatto che questa sia redditizia o meno. Questi soggetti avranno un palese interesse a vedere approvato un affare anche se distruttore di valore nel lungo periodo.

⁴⁶ A differenza di quanto accade per i fondi di private equity, di cui si dirà nel capitolo successivo.

Inoltre, la remunerazione è sempre corrisposta sotto forma di una percentuale di equity loro riservata (solitamente il 20%). Questo fa sì che tali soggetti possano ottenere dei profitti anche nell'eventualità in cui la società non produca valore, in quanto la partecipazione riguarda strettamente il capitale sociale e non il patrimonio netto che sarebbe diminuito delle eventuali perdite.

In termini di rendimento del titolo, si è, poi, osservato che l'abnormal return dei promotori è fortemente positivo nella generalità delle SPAC, e si distacca in maniera sostanziale dal ritorno ottenuto dagli investitori e della target company.

L'unico rischio a cui vanno in contro i fondatori è il rischio di liquidazione, nell'eventualità in cui la SPAC non sia in grado di identificare una target company o non riesca a concludere la business combination entro la scadenza prestabilita. Tale situazione può essere motivata da diversi fattori quali l'incapacità del management team di identificare una società idonea, o di strutturare una transazione adeguata alle esigenze delle due società o all'incapacità di integrare il personale e le strutture di queste entità in una unica. Altre cause possono derivare anche dalla fase in cui si trova il ciclo economico.

Nel caso in cui la SPAC venga liquidata i promotori perdono l'intero loro investimento, e partecipano alla ripartizione dell'attivo di liquidazione (la consistenza del trust) solo con i titoli acquistati nel mercato a condizioni paritarie rispetto ai public shareholders⁴⁷.

Tra i soggetti coinvolti in questo strumento di investimento, si tratta di quelli esposti al maggior rischio. La perdita a cui vanno in contro è maggiore, ma il rendimento che ottengono dal successo dell'operazione è consistente rispetto agli altri stakeholders.

Investitori

Come detto precedentemente, i soggetti che decidono di investire in SPAC godono di numerosi benefici, in quanto si tratta di una struttura nata ponendo particolare attenzione alla tutela degli investitori.

Come prima cosa essi godono del diritto di "voice", possono, cioè, esprimersi in merito all'operazione proposta dal management team. Hanno il diritto di voto in assemblea di approvazione e, affinché questa dia esito positivo è prevista una soglia minima di voti

⁴⁷ I promoters perderebbero l'intero investimento iniziale.

favorevoli e una soglia massima accettabile di voti contrari con conseguente esercizio del diritto di ottenere il rimborso delle azioni.

Agli investitori di SPAC è concessa l'uscita dall'investimento in qualsiasi momento attraverso la vendita delle proprie azioni sul mercato regolamentato o la facoltà di riscattare le proprie azioni a fronte della restituzione quasi totalitaria dell'investimento effettuato inizialmente.

Caratteristica della SPAC è che i fondi raccolti nell'IPO sono segregati in un trust, questo va a rappresentare un'ulteriore garanzia relativamente all'integrità degli apporti degli investitori, contro il rischio d'impresa. Il management team, in media, può utilizzare dall'1% al 15%⁴⁸ dei proventi dell'IPO per conduzione delle attività amministrative della SPAC, oltre ai proventi derivanti dal re-investimento del valore del trust⁴⁹.

Quest'ultimo, infatti, è re-investito in attività risk-free, quindi il rischio finanziario è pressoché nullo.

Nel caso la SPAC venga liquidata, gli investitori sono i soggetti che soffrono meno l'incombere di tale evenienza. Il trust va a costituire l'attivo di liquidazione che verrà ripartito pro-quota tra gli investitori, i quali si trovano così a riavere la quasi totalità (o la totalità nel caso in cui il vincolo dispositivo sia esteso anche ai proventi del reinvestimento del trust value) del loro apporto iniziale.

Gli investitori e i promotori che abbiano acquistato units traggono beneficio anche dai warrant ricevuti gratuitamente, in quanto essi rappresentano un diritto ad acquistare un'azione, ad un prezzo determinato e secondo un rapporto d'esercizio prestabilito, gratuitamente o a fronte di un apporto irrisorio.

Inoltre, nel caso in cui gli investitori vogliano uscire dall'investimento, essi possono detenere il warrant precedentemente acquisito ed esercitarlo quando lo ritengano opportuno.

A partire dalle SPAC di seconda generazione (dal 2006 al 2010), la compensazione dei manager e degli underwriter è parzialmente differita al momento della conclusione della business combination, proprio per far sì che i loro interessi siano allineati con quelli degli investitori.

⁴⁸Nelle prime SPAC veniva lasciata svincolata una percentuale più elevata di proventi dell'IPO.

⁴⁹ Questi sono disponibili solo nel caso in cui non vengano previsti su di essi i medesimi vincoli dispositivi apposti sui fondi depositati nel trust (obbligo di reinvestimento escluso).

Il management team non riceve un compenso periodico per lo svolgimento della propria attività, questo fattore può costituire un vantaggio per gli investitori che non vedono impiegati i fondi da loro apportati per il pagamento della remunerazione al management team, ma può costituire anche un fattore di rischio, come si dirà in seguito.

Il fatto che la SPAC sia una società quotata rappresenta un altro beneficio, perché permette di osservare la reazione del mercato all'annuncio della società target. Nel periodo che intercorre tra il giorno dell'annuncio della business combination e l'approvazione della stessa i titoli di apprezzano o si deprezzano a seconda della percezione che il mercato ha dell'operazione. Si è osservato che il mercato è un buon stimatore della performance futura della SPAC.

Operazioni che poi sono risultate essere profittevoli hanno registrato apprezzamenti dei titoli rispetto al valore del trust nella finestra temporale della data di approvazione, mentre titoli che venivano scambiati sotto prezzo o ad un prezzo molto simile al valore dei fondi detenuti nel conto di garanzia sono stati indicativi di acquisizioni non redditizie, se non che acquisizioni che hanno distrutto valore⁵⁰.

La SPAC è uno strumento che attrae molto gli investitori istituzionali perché consente loro di esercitare un'influenza più permeante rispetto all'alternativa del private equity, in particolare, con riferimento ad alcuni settori della società.

È stato osservato che la SPAC attraverso la propria IPO riesce a raccogliere fondi in maniera più rapida anche a confronto dei fonti di private equity, dei venture capitalist e dei grandi investitori.

I pericoli che minacciano gli investitori della SPAC dipendono principalmente dalle asimmetrie informative che caratterizzano questo strumento.

Il principale problema di agenzia ha luogo tra management team e investitori. Questi ultimi si trovano ad investire in uno strumento che non ha storia quindi essenzialmente investono capitali nelle abilità del management team. Inoltre, non si conosce in che modo verranno investiti questi fondi perché, al momento dell'IPO, non sono individuate né la target⁵¹ né sono delineate le modalità con cui verrà effettuata la business combination. Tuttavia, questa situazione è controbilanciata dal fatto che il management team è composto da professionisti referenziati, con una comprovata esperienza in affari simili.

⁵⁰ Jerkinson & Sousa (2011).

⁵¹ Come detto in precedenza, a volte i prospetti non specificano nulla in merito, altre specificano l'area geografica di interesse e/o il settore.

A causa dello schema remunerativo tipico di questa struttura, il quale prevede che il compenso del management team sia differito al termine dell'operazione, i promotori possono essere incentivati ad ottenere l'approvazione del progetto di business combination, qualsiasi esso sia, in maniera tale da ricevere il loro compenso. Questo può portare ad operazioni che si rivelano essere distruttrici di valore nel lungo periodo.

Per quanto attiene ai titoli della SPAC, fino al momento dell'annuncio della business combination, le azioni possono essere scambiate a sconto rispetto al valore del trust per il fatto che sono poco liquide perché poco è conosciuto relativamente alla società e alla struttura della transazione.

Un'ultima minaccia può essere rappresentato dalla diluizione che i public shareholder subiscono a causa dello sponsor equity, degli sponsor warrants o dei warrant esercitabili post votazione dagli azionisti dissenzienti che hanno chiesto la conversione con un pro-rata del trust. Questi, infatti, nonostante abbiano chiesto ed ottenuto il riscatto delle proprie azioni, hanno diritto a detenere i warrant acquistati in sede di IPO attraverso le units e di esercitarli dopo la conclusione della business combination.

Target company

Dal punto di vista della target company i vantaggi e i rischi a cui espone il ricorso alla SPAC sono numericamente limitati ma rilevanti.

Grazie alla business combination con la SPAC, la target company diventa una società quotata, senza dover intraprendere il lungo e gravoso processo di quotazione, che oltre a richiedere tempi consistenti, necessita di obblighi informativi maggiori e un impegno finanziario ingente.

La quotazione rappresenta una via per ottenere nuove risorse finanziarie, nazionali o internazionali, nel caso in cui gli istituti finanziari si rifiutino di concedere credito alla società.

Inoltre, contestualmente alla business combination, la target riceve dalla SPAC un'infusione di nuovo capitale derivante dallo svincolo dei fondi detenuti nel trust, senza dover rinunciare alla percentuale di controllo⁵².

⁵² Questo in riferimento ad alternative quali il private equity o le reverse merger attraverso cash shells di cui si dirà più avanti.

Infine, grazie al fatto che gran parte del management team della SPAC ricopre ruoli di rilievo anche post-business combination, la target beneficia anche della comprovata esperienza e dei network relazionali che questi soggetti apportano in dote alla nuova entità.

Uno dei rischi a cui va incontro la target in questo processo è il fatto che la transazione, per concretizzarsi, deve essere approvata dagli azionisti della SPAC. Devono, infatti, essere raggiunte le percentuali necessarie di voti favorevoli, inoltre non deve essere richiesto il riscatto delle azioni a fronte di un pro-rata del valore del trust da un numero di azionisti in esubero rispetto ad una soglia predeterminata.

È necessario far notare che, nel caso in cui il progetto di business combination venga rigettato dall'assemblea degli azionisti della SPAC, la target company ha già reso pubbliche delle informazioni precedentemente riservate, relative alla struttura organizzativa, ai processi, agli stakeholders rilevanti, ecc... la cui indicazione è richiesta nei prospetti da redigere in questa fase.

A causa del fatto che una gran parte di società che fa ricorso allo strumento SPAC è spinta dalla prospettiva di quotazione e quindi dalla possibilità di ottenere nuovi capitali, è possibile, che parte di tali soggetti non siano in grado di sostenere il fatto di essere una società quotata nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione a causa dei costi e degli obblighi informativi che questa situazione comporta.

Come per gli investitori, anche per la target company, a causa degli incentivi del management team derivanti dalla remunerazione differita, è possibile che venga proposta una transazione che nel lungo periodo si rivela non redditizia.

Oltre a queste minacce è da tenere presente anche il rischio derivante dall'integrazione tra due strutture societarie diverse, con organizzazioni diverse e due distinti management team.

Un fattore di rischio che accomuna tutti i soggetti in essa coinvolti deriva dall'andamento economico generale. Nel caso in cui il sistema economico attraversasse una fase depressiva o addirittura recessiva, alle SPAC è preclusa la possibilità di "attendere tempi migliori" in cui poter effettuare nuovi investimenti, pianificare nuove strategie di sviluppo. Questo veicolo di investimento, infatti, nasce con un orizzonte temporale definito, di conseguenza, nel caso in cui non identificasse una target e non portasse a termine una business combination nel tempo prestabilito, sarebbe automaticamente attivata la fase di liquidazione. È impensabile che una struttura simile possa aspettare la fine di una fase economica depressiva senza esaurire il proprio ciclo di vita.

FATTORI DETERMINANTI

Lakicevic, Shachmurove e Vulcanovic (2014) hanno individuato numerosi elementi che risultano incidere sulla buona riuscita di una SPAC nel corso del tempo e dell'utilizzo di questo strumento.

I principali sono risultati essere i seguenti:

- Il numero dei promotori e la loro esperienza;
- La volatilità del mercato;
- Il fatto di focalizzarsi sulla fusione;
- La presenza di grandi banche di investimento e soprattutto di EarlyBirdCapital
- La distanza della data dell'annuncio rispetto alla data dell'IPO.

È inoltre possibile identificare altri elementi che possono determinare il successo della SPAC, quali:

- Gli underwriters ed il numero di underwriters coinvolti nell'IPO;
- La composizione degli investitori;
- L'ammontare di fondi vincolati.

Per quanto riguarda i promotori, si è notato che un numero maggiore di fondatori aumenta le probabilità di successo della business combination. Questo perché ogni fondatore porta nella SPAC le proprie esperienze e capacità manageriali. Grazie al fatto che, in questa struttura, le capacità dei singoli sono messe al servizio di un unico fine comune, le probabilità che venga conclusa positivamente l'operazione aumentano. Inoltre, anche il fatto che questi soggetti abbiano preso parte a precedenti blank-check companies o SPACs fa aumentare la probabilità di approvazione del progetto.

La volatilità del mercato incide in maniera significativa poiché la SPAC può essere vista come alternativa all'investimento in altre tipologie di strumenti finanziari. Essendo, essenzialmente, un investimento riskfree con un'opzione call sulle azioni (il warrant) e di durata massima di due anni, e data la contenuta volatilità dei loro titoli⁵³ possono essere considerate come investimento sostitutivo rispetto a quei titoli finanziari che non sono altrettanto redditizi perché l'elevata volatilità del mercato incide su essi.

⁵³ Lewellen (2009).

La SPAC nasce per definizione come una società che ha come oggetto sociale l'effettuazione di una business combination con altre società non identificate al momento della costituzione. Non viene quindi specificata la struttura dell'operazione che le società andranno a porre in essere.

Per quanto riguarda EarlyBirdCapital, si è concluso che la presenza di questa banca di investimento incide positivamente sulla buona riuscita dell'operazione e questo principalmente a causa della sua reputazione in quanto si tratta della prima banca d'investimento che sottoscrive titoli di una SPAC.

Si è inoltre notato che le SPAC che lasciano trascorrere maggior tempo tra la data dell'IPO e la data di annuncio della business combination hanno una minore probabilità che l'operazione abbia successo.

È possibile estendere questa conclusione anche alle altre grandi banche di investimento, la cui presenza aumenta le probabilità di concludere una business combination profittevole, soprattutto grazie alla reputazione di cui queste godono. Come prima spiegato, è però possibile che qualora vi siano numerose banche di investimento coinvolte nel processo, il mercato sia sfiduciato in merito alle capacità del management team.

La composizione degli investitori può incidere in maniera rilevante sul successo di una business combination. Si è già detto che, qualora vi sia una maggioranza di investitori istituzionali quali hedge funds e private equity funds è molto probabile che questi siano incoraggiati a mettere in atto strategie speculative. Se questo è il caso, infatti, la business combination è probabile che non venga approvata nel caso in cui questi soggetti siano ancora presenti nell'azionariato della SPAC al momento del voto di approvazione⁵⁴.

Anche la consistenza del conto di garanzia incide sulla buona riuscita dell'operazione. Si è notato, infatti, che mentre all'inizio vi confluivano l'80%-85% dei proventi della quotazione, nelle SPAC di più recente costituzione si è assistito ad un aumento dei proventi vincolati, tale da raggiungere in alcuni casi la totalità dei proventi dell'IPO.

Una percentuale maggiore di proventi soggetti al vincolo può infondere fiducia al mercato sul fatto che il management team abbia chiara l'operazione e la società target, e non impieghi risorse finanziarie in lunghi processi di revisione delle società e di due diligence.

⁵⁴ Non è scontato, anzi è molto probabile il contrario. Il management team, per vedere approvato il proprio progetto, si trova spesso ad acquistare azioni dagli investitori che si dichiarano (o che pensano essere) contro la business combination. Si può verificare anche la situazione in cui gli stessi investitori istituzionali forzano il management team ad acquistare i loro pacchetti azionari a condizioni privilegiate.

PERFORMANCE MEDIE

In merito alle performance registrate dalle SPAC, uno studio significativo è quello condotto da Floros and Sapp (2011) su 111 SPAC statunitensi, da gennaio 2006 ad aprile 2009.

Lakicevic and Vulcanovic (2013) hanno analizzato le performance delle SPAC americane dal 2003 al 2009 suddividendole in due campioni, il primo

dal 2003 al 2006 e il secondo dal 2006 al 2009 anche per permettere di cogliere la dimensione dei cambiamenti strutturali del fenomeno stesso.

Dimitrova (2012) ha condotto un'analisi sulle 118 SPAC negli Stati Uniti che sono state costituite dal 2003 al 2010 dividendo i campioni tra SPAC che hanno concluso con successo la business combination (cioè 72) e SPAC che sono state liquidate (46).

Jerkinson & Sousa (2011) hanno analizzato le performance delle azioni post acquisizione delle SPAC statunitensi tra il 2003 e dicembre 2008, ponendo maggiore attenzione alle SPAC che abbiano terminato il loro ciclo vitale con la conclusione dell'acquisizione o, alternativamente, la liquidazione. In particolare hanno differenziato tra "Good SPACs" e "Bad SPACs", individuando le prime in quelle strutture in cui gli investitori abbiano approvato l'operazione quando il prezzo dei titoli, il giorno dell'assemblea, risultava essere più alto rispetto al valore del trust. Di conseguenza, dato che i prezzi di mercato sono informativi, si prevede che la business combination sia creatrice di valore, anche dopo la diluizione. Nel campione di "Bad SPACs" sono comprese quelle strutture in cui gli investitori abbiano approvato la business combination, nonostante il giorno dell'assemblea, il prezzo dei titoli fosse inferiore rispetto al valore del trust, andando, quindi, contro alla aspettative del mercato.

Lewellen (2009) analizza i rendimenti post-annuncio o post-acquisizione categorizzando le SPAC individuate fino a giugno 2008, negli Stati Uniti, in quattro gruppi principali: SPAC che non hanno ancora annunciato la target e l'acquisizione, SPAC che hanno identificato una target, SPAC che hanno concluso la business combination e SPAC che sono state liquidate.

Rodriguez & Stegemoller (2012) hanno, invece, preso in considerazione tutte le SPAC statunitensi che abbiano presentato alla SEC il prospetto S-1, tra il 2003 e il 2001, analizzandone i guadagni iniziali post IPO e post annuncio della target company.

Performance azionarie

In merito alle performance azionarie, in tutti gli studi che hanno analizzato i guadagni di breve e lungo periodo si è visto che, in media, il rendimento risulta essere negativo e molto al di sotto dell'andamento di mercato. Il primo e più rilevante studio in merito è stato quello condotto negli Stati Uniti da Jog & Sun (2007), i quali hanno notato che le SPAC⁵⁵ sono caratterizzate da un rendimento mediamente piatto in seguito all'annuncio della business combination e negativo a seguito dell'acquisizione.

BREVE PERIODO

In particolare, in riferimento alle performance di breve periodo, come già detto, si è visto che la reazione può essere duplice al momento dell'annuncio della business combination.

Se il titolo si apprezza considerevolmente si può dedurre che il mercato consideri l'operazione come creatrice di valore ed in media si è osservato un CAR⁵⁶ del 1.5% per acquisizioni che poi risulteranno essere di successo. Nel caso in cui il valore del titolo azionario rispecchiasse quello del trust, o non si verificasse un apprezzamento consistente, cioè casi in cui si osserva un CAR nullo, il mercato considera quell'operazione come value-destroying.

⁵⁵ Nello studio sono identificate come BCC cioè blank-check companies, tuttavia si intende che gli autori si riferiscono alle SPAC in quanto rilevano quanto segue: "It should also noted that most BCCs raise sufficient capital to ensure net tangible assets in excess of \$ 5,000,000 upon the successful consummation of the offering and thus are exempt from rules promulgated by SEC to protect investors of BCCs such as Rule 419", requisito principale per cui una BCC diventi una SPAC e non sia sottoposta alla Rule 419 (Jog & Sun, 2007, 5).

⁵⁶ Cumulative Abnormal Return, cioè la somma di tutti gli abnormal return di un determinato periodo. È spesso usato per valutare l'impatto che hanno eventi esterni sui prezzi dei titoli, oppure per verificare l'accuratezza dell'asset price model utilizzato per determinare l'Expected Return nel calcolo dell'abnormal return.

The table reports cumulative abnormal returns, measured over a three-day event window around the acquisition announcement date. The benchmark is the Russell 2000 index. The results of t-tests of differences in means, and nonparametric Wilcoxon signed rank tests of differences in medians are reported. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Announcement Return	Mean	Median	SD	N
Panel A: Completed acquisitions				
<i>All</i>	0.015***	0.004	0.059	72
<i>Cash</i>	0.026	0.014	0.068	13
<i>Stock</i>	-0.005	-0.005	0.038	15
<i>Mixed</i>	0.021**	0.004	0.062	44
Panel B: Withdrawn acquisitions				
<i>All</i>	0.001	-0.001	0.034	46
<i>Cash</i>	0.003	0.004	0.025	7
<i>Stock</i>	0.002	0.001	0.027	5
<i>Mixed</i>	0.001	-0.009	0.037	34
Panel C: All acquisitions				
<i>All</i>	0.010**	0.001	0.048	118
<i>Cash</i>	0.015	0.009	0.048	20
<i>Stock</i>	-0.003	-0.002	0.034	20
<i>Mixed</i>	0.011**	-0.000	0.051	78
Panel D: Completed less Withdrawn				
<i>All</i>	0.014	0.005		

Fonte: Dimitrova (2012).

In riferimento alle performance post-business combination, invece, si è notato che queste risultano essere positive nei primi giorni seguenti all'operazione. Gli acquirenti delle SPAC concludono in media operazioni migliori rispetto ad altri acquirenti. Questo è testimoniato dal fatto che nei tre giorni seguenti la business combination queste operazioni registrano un CAR dell'1.7% a differenza di quello 0.33% registrato da altri soggetti.

Acquirer's announcement returns

The sample consists of 3130 deals announced during 2004-2009, including 108 deals by SPACs and 3022 deals by other public acquirers described in Table 2. All variables are defined in the Appendix. In Panel A, ***, **, and * indicate that the mean or median announcement return is significantly different from zero at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. ***, **, and * indicate that the mean or median announcement return in the "SPACs" category is significantly different from the mean or median announcement return in the "Other public acquirers" category at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively, using a two-sided *t* or Wilcoxon test. In Panel B, the dependent variables are announcement CARs and raw returns. The independent variables are similar to those in Masulis, Wang, and Xie (2007). *p*-values are White's heteroskedasticity-consistent. The symbols *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Panel A: Univariate tests			
Mean [Median] announcement return	SPACs (N=108)	Other public acquirers (N=3022)	<i>t</i> / [<i>z</i>] stats for mean [median] differences
CAR (-1,+1) (%)	1.70*** [0.48]***	0.33** [0.05]	2.64*** [2.47]**
Raw return (-1,+1) (%)	1.67*** [0.41]***	0.35*** [0.14]*	2.66*** [2.58]***

Fonte: Tran (2012).

A testimonianza di ciò, è sufficiente comparare il rendimento delle SPAC con quello dell'indice Russel 2000⁵⁷. Si può notare, infatti, che nei primi giorni il rendimento medio delle SPAC è del 4.4% mentre quello medio registrato dal Russel 2000 risulta essere esattamente la metà, cioè 2.2%.

The sample consists of 3130 deals announced during 2004-2009, including 108 deals by SPACs and 3022 deals by other public acquirers. In Panel A, +++, ++ and + indicate that the mean or median announcement return is significantly different from zero at the 1%, 5% and 10% levels, respectively. ***, ** and * indicate that the mean or median announcement return in the "SPACs" category is significantly different from the mean or median announcement return in the "Other public acquirers" category at the 1%, 5% and 10% levels, respectively, using a two-sided *t* or Wilcoxon test.

	SPACs		Benchmark		Difference		
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	N
Panel A: Russell 2000 index benchmark							
Announcement - Effective date	0.044	-0.002	0.022	0.047	0.022	-0.049	71
Announcement - 1 year post merger	-0.415	-0.584	-0.001	-0.033	-0.414***	-0.551***	71
Effective date - 3 months post merger	-0.095	-0.145	0.005	0.034	-0.100***	-0.179***	71
Effective date - 6 months post merger	-0.198	-0.242	0.003	0.025	-0.201***	-0.267***	71
Effective date - 9 months post merger	-0.338	-0.371	-0.016	0.014	-0.322***	-0.385***	71
Effective date - 1 year post merger	-0.410	-0.589	-0.013	-0.052	-0.397***	-0.537***	71
Effective date - 2 years post merger	-0.563	-0.722	0.014	-0.064	-0.577***	-0.658***	71

Fonte: Dimitrova (2012).

Successivamente, il rendimento del titolo azionario comincia a deteriorarsi drammaticamente fino a raggiungere picchi negativi nei sei/dodici mesi seguenti l'acquisizione. Anche in questo caso si è visto come il rendimento dei titoli delle SPAC sia molto più negativo rispetto al rendimento medio del mercato.

In particolare si è osservato che il guadagno medio annuo delle SPAC si aggira attorno a -44.7% rispetto al -19.8% di operazioni comparabili, svolte senza il ricorso alle SPAC.

⁵⁷ Il Russell 2000 Index è un indice relativo alle small-cap americane e ricomprende le 2000 più piccole società che fanno parte del Russell 3000 Index. È il benchmark più utilizzato per le small/mid-cap.

	SPACs		Benchmark		Difference		
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	N
Panel B: Industry and size matched firms benchmark							
Announcement - Effective date	0.058	0.006	-0.009	-0.020	0.067	0.026	67
Announcement - 1 year post merger	-0.440	-0.600	-0.050	-0.201	-0.390***	-0.399***	68
Effective date - 3 months post merger	-0.091	-0.129	-0.010	-0.019	-0.081	-0.110*	68
Effective date - 6 months post merger	-0.205	-0.260	0.094	-0.050	-0.299***	-0.210***	68
Effective date - 9 months post merger	-0.344	-0.385	0.199	-0.055	-0.543***	-0.330***	68
Effective date - 1 year post merger	-0.447	-0.580	0.198	-0.250	-0.645***	-0.330***	68
Effective date - 2 years post merger	-0.542	-0.707	0.029	-0.151	-0.571***	-0.556***	63

Fonte: Dimitrova (2012).

MEDIO-LUNGO PERIODO

Anche nel medio-lungo periodo il risultato non sembra essere diverso, con riferimento ad una strategia buy-and-hold, il rendimento delle SPAC è molto negativo se comparato con quello medio del mercato. In particolare, in un orizzonte temporale biennale, si è osservato che il ritorno medio registrato dalle SPAC è di -56.3% mentre quello delle tradizionali IPO si aggira attorno al -25.6%.

	SPACs		Benchmark		Difference		
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	N
Panel C: Other IPOs benchmark							
Effective date - 3 months post merger	-0.093	-0.129	-0.042	0.006	-0.051	-0.135	70
Effective date - 6 months post merger	-0.197	-0.248	-0.106	-0.161	-0.091*	-0.087***	70
Effective date - 9 months post merger	-0.340	-0.375	-0.170	-0.282	-0.170***	-0.093***	70
Effective date - 1 year post merger	-0.406	-0.596	-0.192	-0.199	-0.214***	-0.397***	69
Effective date - 2 years post merger	-0.563	-0.722	-0.256	-0.075	-0.307***	-0.647***	69

Fonte: Dimitrova (2012).

PERFORMANCE NELLE FASI DI VITA DELLA SPAC

Nella fase che va dall'IPO all'annuncio della business combination, i capitali apportati dagli investitori sono vincolati nel trust e reinvestiti in titoli risk free il cui andamento dovrebbe essere ricalcato dai titoli della SPAC. Floros & Sapp (2011), infatti, hanno trovato un rendimento sostanzialmente risk-free con un CAR post IPO piatto sia esso a due, cinque o trenta giorni.

SPAC merger abnormal returns. The table reports cumulative abnormal returns (CARs) for SPACs for four distinct events. SPAC IPO is the initial public offering of the SPAC. Target Announced refers to a SPAC announcement of a potential target for takeover. Acquisition Completed refers to the successful completion of a reverse merger transaction by the SPAC. Acquisition Withdrawn is the event where a SPAC withdraws from a previously announced takeover negotiation. Note that the $[-5, +5]$ and $[-2, +2]$ event windows for SPAC IPO are effectively left-censored at time zero. Returns are in excess of the Russell 2000 index. *t*-statistics are in parentheses.

Event window	SPAC IPO	Target announced	Acquisition completed	Acquisition withdrawn
$[-30, +30]$		3.85 (1.72)	-5.02 (-1.27)	23.35 (1.97)
$[-30, -1]$		0.01 (0.00)	3.26 (1.22)	6.40 (0.72)
$[0, +30]$	1.05 (1.06)	3.85 (2.33)	-8.24 (-2.81)	16.95 (2.13)
$[-5, +5]$	0.00 (0.01)	2.55 (2.60)	0.30 (0.10)	9.36 (1.70)
$[-2, +2]$	0.00 (0.02)	2.97 (3.97)	1.56 (0.56)	5.87 (1.53)
Num. Obs.	111	82	54	5

Fonte: Dimitrova (2012).

Le SPAC che hanno effettuato l'IPO ma che non hanno ancora individuato una target si caratterizzano per un four-factor alpha⁵⁸ dello 0% e un market beta sostanzialmente pari a zero.

This table shows the results from regressing excess monthly returns on the value-weighted portfolios in Table V against the Fama-French four factor model. The sample period is August 2003 to June 2008. N represents the number of the monthly portfolio returns for each category. Standard errors are adjusted using the method of the Newey and West (1987). T-statistics are shown below each value. Significance levels of 10%, 5% and 1% are denoted by *, ** and ***, respectively.

Panel A: Full Sample (August 2003 - June 2008)

Category	N	Intercept	Market	SMB	HML	UMD	Adj. R-Squared
All SPACs	57	0.0065 (0.76)	0.0862 (0.42)	0.1831 (0.62)	-0.5069 (-1.49)	-0.2163 (-1.05)	0.0219
No Target (NT)	57	0.0028 (0.85)	-0.0073 (-0.12)	0.1690** (2.21)	-0.0086 (-0.06)	-0.0148 (-0.19)	-0.0186
Target Found (TF)	49	0.0349* (1.93)	-0.0045 (-0.01)	0.0922 (0.18)	-0.5696 (-0.77)	-0.5283 (-1.17)	-0.0317
Acquisition Completed (AC)	47	-0.0156 (-1.38)	0.8581*** (3.60)	-0.0249 (-0.05)	-1.0340** (-2.27)	0.0957 (0.38)	0.1748
Acquisition Withdrawn (AW)	23	0.0026 (1.07)	0.0144 (0.46)	0.3328** (2.57)	-0.1637 (-1.35)	-0.0819* (-1.90)	0.2438
TF - AC	44	0.0393** (2.12)	-0.6431* (-1.86)	0.0491 (0.09)	0.9495 (1.45)	-0.3730 (-0.88)	0.0238

Fonte: Lewellen (2009)

⁵⁸ Il Charhart four-factor model è un asset price model utilizzato per stimare il rendimento atteso di un titolo ed è l'estensione del Fama-French three-factor model perché include anche il 'momentum factor' cioè l'indicatore della tendenza del titolo a crescere se già ha un rendimento crescente e a decrescere in presenza di rendimenti già decrescenti. È calcolato attraverso la seguente formula: $EXR_t = \alpha^c + \beta_{mkt}EXMKT_t + \beta_{HML}HML_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{UMD}UMD_t + \epsilon_t$, dove α^c , l'intercetta del modello, è detta four-factor alpha, che determina l'excess return di un titolo nel caso in cui il four-factor alpha sia positivo e statisticamente significativo.

Nella fase che va dall'annuncio della business combination al giorno precedente la conclusione della business combination, il mercato reagisce positivamente nel caso ritenga l'operazione creatrice di valore oppure non reagisce o reagisce negativamente se ritiene la business combination come value-destroying.

Floros & Sapp (2011) hanno ottenuto CAR positivi e significativi. Nei cinque giorni vicini alla data di annuncio il CAR è risultato essere di 2.97%, se si calcola tenendo conto il giorno precedente e quello successivo all'annuncio il CAR risulta essere di 3.85%.

Rodriguez e Stegemoller (2013) hanno calcolato un guadagno medio del 3.7% per le SPAC che hanno solo annunciato la business combination (137) e un guadagno medio del 5.5% per quelle che l'hanno effettivamente conclusa (87). Si è visto che il ritorno varia leggermente a seconda che si tratti di target companies private (5.4%), pubbliche (4.9%), controllate (5.8%), joint venture (3.5%). In generale le SPAC ottengono ritorni più alti del 3.0% rispetto ad un campione di società comparabili, al momento dell'annuncio.

Returns to SPACs at the acquisition announcement.

Panels A and B show the acquirer acquisition announcement return, which is the percent change in the SPACs unit price from the trading day prior to the acquisition announcement to the trading day after the acquisition announcement. Panel A divides the completed acquisitions into the target's public status as defined by SDC. In panel B we compare the returns from SPAC acquirers to those of non-SPAC acquirers. We restrict comparison acquisitions by requiring targets of the same public status (public or non-public), and we require that the relative size of the target to the acquirer be greater than 5%. In each row we insert additional restrictions: industry restrictions (by two or three-digit SIC codes), time restrictions (the announcement day of the deals must be within 365 or 730 days of each other), and deal size restrictions (the size of the SPAC acquirer's target must be either between 1.5 and .75 or between 2 and .5 of the non-SPAC acquirer's target). In panel B we report the cumulative return for SPAC acquirers in column (2) and the return to non-SPAC acquirers in column (3). In the remaining columns of panel B we report the results for the matched transaction that is the closest in target size as the first number in the cell, with the number underneath including all transactions that meet our restrictions without the restriction of the closest in deal value. Column (4) reports the difference in announcement returns in SPAC and non-SPAC acquires and column (5) presents the p-value from a t-test of the difference in means.

Panel A. Acquisition announcement return (-1, +1)					
(1)	(2) Mean	(3) Median	(4) Min.	(5) Max.	(6) N
All that announce an acquisition	3.7%***	1.6%***	-24.8%	52.2%	137
All that complete an acquisition	5.5%***	2.4%***	-10.0%	52.2%	87
Target is a joint venture	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	1
Target is private	5.4%***	2.1%***	-10.0%	52.2%	57
Target is public	4.9%**	3.8%	-1.4%	13.2%	8
Target is a subsidiary	5.8%**	2.7%***	-1.3%	42.2%	21

Jog & Sun (2007) hanno ottenuto degli abnormal return di -3.35% dalla data di annuncio a quella della votazione. Per il management team il 1 day return teoretico medio è di 34.0%, quello annualizzato è di 19.0 % a differenza di quello negativo registrato dai public stockholders.

Ponendo l'attenzione al prezzo dei titoli, Jerkinson e Sousa (2011) hanno visto che risulta essere il 99.7% del valore del trust alla data dell'annuncio e il 107.3% alla data di approvazione. Nel giorno dell'annuncio della business combination, per le 'Good SPACs' il prezzo è stato in media il 104.1% del trust value e per le 'Bad SPACs' il 97.7% dello stesso, a testimonianza di come il mercato sia informativo in merito alle future performance dell'acquisizione. Alla data di approvazione il prezzo per le 'Good SPACs' era il 130.6% del trust value e per le 'Bad SPACs' del 93.4%.

Table II. Sample Descriptive Statistics, According to Market Signals at Decision Date

This table reports descriptive statistics for the 43 SPACs that completed an acquisition, split according to whether the share price at the decision date was above or below the trust value; these are designated as GOOD and BAD acquisitions respectively. The trust value is estimated assuming a constant rate of growth of the trust monies from the IPO until the decision date.

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

1. Excludes one SPACs (each sub-sample) structured in a slightly different way with the management only having nominal common stock (less than 0.01%) until the acquisition, but if an acquisition is approved and consummated their percentage increased considerably due to the exercise of the warrants they hold.

Lewellen (2009) ha trovato un excess return mensile di 2.4% nel caso di SPAC che abbiano identificato una target, un CAR di -0.2% attorno alla data dell'annuncio per le SPAC che abbiano concluso una business combination. Si è visto che in questa fase, il four-factor alpha è di 2.9% al mese e il market beta, di per sè basso e insignificante.

Nella fase di conclusione della business combination si sono ottenuti ritorni medi negativi.

Floros & Sapp (2011) hanno calcolato un guadagno di -8.24% nei 30 giorni seguenti.

Jerkinson & Sousa (2011) hanno osservato un rendimento dopo 6 mesi di -24%, -55% dopo 12 mesi. Per le 'Bad SPACs' il ritorno medio cumulativo è stato di -39% e dopo un anno di -79%. Il CAR a 6 mesi è risultato essere del 6% per le 'Good SPACs' e di -34% per le 'Bad SPACs'.

Anche Lewellen (2009) ha individuato, in media, rendimenti negativi. Per le SPAC che non hanno concluso una business combination il ritorno mensile è stato di -1.9%, quello annuo di -20.6%; con un four-factor alpha di -2.3% e un market beta di 0.74.

PERFORMANCE DEI TITOLI

Interessante risulta essere anche l'analisi di Lakicevic e Vulcanovic (2013) che analizzano gli abnormal return delle SPAC dividendoli per titolo (azioni, warrant, units).

Alla data dell'annuncio le azioni registrano un abnormal return dello 0.85%, qualora vengano considerati anche il giorno precedente e quello seguente all'annuncio l'abnormal return è di 1.2%. Sette giorni dopo, invece, il guadagno risulta essere dello 0.047%, quindi quasi pari a zero. Questa situazione si spiega perché gli azionisti possono redimere le proprie azioni e non hanno nessun incentivo nel rilanciare sul prezzo.

L'abnormal return delle units è di 2.42% e 3.43% nel caso in cui vengano considerati anche il giorno precedente e quello seguente. L'abnormal return dopo sette giorni è di 7.88%. Visto il rendimento delle azioni si ipotizza che il rendimento delle units sia trainato da quello dei warrant.

Sempre con riferimento alla data di annuncio della business combination, i warrant registrano un abnormal return di 10.49%. Il primo giorno dopo l'annuncio l'abnormal return è di 4.20% per poi diventare negativo. Il CAR calcolato al settimo giorno post annuncio risulta di 6.6%.

Alla data di acquisizione, invece, gli azionisti (public shareholders) hanno un ritorno di -3.81% e dopo sette giorni registrano un CAR di -9.59%, mentre, relativamente ai warrant, l'abnormal return post acquisizione è di 4.76%, con un CAR a sette giorni di 7.36%.

In riferimento alle strategie buy-and-hold, per una SPAC che ha concluso l'acquisizione il guadagno è di -28.69%, per una SPAC che ha annunciato ma non concluso la business combination il rendimento è di 9.6%⁵⁹.

⁵⁹ Vedi ALLEGATO 2.

Accounting performance

Le SPAC registrano performance negative anche in campo operativo e contabile. Si sono osservate performance decrescenti dopo l'acquisizione e molto inferiori rispetto a quelle delle tradizionali IPO.

In particolare si sono osservati margini operativi e ROS inferiori ai benchmark per acquisizioni effettuate dalle SPAC. Dimitrova (2012) utilizza due indicatori quali ricavi operativi su vendite e reddito netto su vendite (ROS).

Confrontando il primo indicatore tra SPAC e transazioni comparabili si è notata una significativa differenza, inoltre, attraverso il confronto basato sul ROS è diventato palese come le SPAC post acquisizione registrino performance negative rispetto a benchmark di settore, di mercato o di transazione.

Industry-adjusted, matched firm-adjusted and IPO firm-adjusted accounting performance and leverage

Panel A of this table reports industry-adjusted, matched firm-adjusted, and IPO firm-adjusted statistics on operating returns on sales, and return on sales, measured one year after the merger completion date. *Operating return on sales* is computed as operating income divided by total sales. *Return on sales* is computed as net income before extraordinary items divided by total sales. Panel B reports the industry-adjusted, matched firm-adjusted, and IPO firm-adjusted capital structure of SPAC acquisitions, measured one year after the merger completion date. *Leverage* is computed as the ratio of long-term debt to total assets. *Cash* is cash and equivalents, divided by total assets. *Net leverage* is computed as the ratio of long-term debt minus cash, divided by total assets. Industry is defined at the four-digit SIC code level. Panel C of this table reports industry-adjusted, matched firm-adjusted, and IPO firm-adjusted statistics on operating returns on sales, and return on sales, measured two years after the merger completion date. Panel D reports the industry-adjusted, matched firm-adjusted, and IPO firm-adjusted capital structure of SPAC acquisitions, measured two years after the merger completion date. The t-tests of differences in means, and nonparametric Wilcoxon signed rank tests of differences in medians are reported in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	Industry-adjusted			Matched firm-adjusted			IPO firm-adjusted		
	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N
Panel A									
Operating return on sales (%)	-0.322*** (-3.36)	-0.049*** (-2.62)	66	-0.378*** (-3.92)	-0.107*** (-3.54)	66	-0.299*** (-3.22)	-0.030*** (-2.39)	66
Return on sales (%)	-0.291*** (-3.56)	-0.049*** (-2.68)	66	-0.335*** (-3.50)	-0.078*** (-2.83)	66	-0.302*** (-3.49)	-0.064*** (-2.36)	66
Panel B									
Long-term debt to assets (%)	0.094*** (2.52)	0.015 (1.67)	67	0.047 (1.16)	0.021 (1.14)	66	0.103*** (3.26)	0.020** (2.27)	67
Cash to assets (%)	0.034*** (2.49)	0.003* (1.76)	68	-0.040* (-1.90)	-0.019 (-1.55)	68	0.041*** (2.47)	0.002* (1.89)	68
Net long-term debt to assets (%)	0.047 (1.24)	0.047 (0.85)	67	0.073 (1.56)	0.096 (1.27)	66	0.072** (2.03)	0.045 (1.68)	67
Panel C									
Operating return on sales (%)	-0.135*** (-3.22)	-0.045*** (-2.40)	58	-0.173*** (-3.29)	-0.055*** (-2.38)	52	-0.147*** (-3.38)	-0.076*** (-2.75)	57
Return on sales (%)	-0.215*** (-4.54)	-0.079*** (-3.55)	58	-0.270*** (-4.49)	-0.083*** (-3.52)	52	-0.214*** (-4.82)	-0.111*** (-4.22)	57
Panel D									
Long-term debt to assets (%)	0.106*** (2.81)	0.035** (2.25)	57	0.086** (2.15)	0.040** (1.99)	51	0.161*** (4.63)	0.081*** (3.53)	56
Cash to assets (%)	0.035* (1.83)	0.001 (0.73)	58	-0.045 (-1.59)	-0.052* (-1.82)	52	0.050*** (2.52)	-0.008 (1.24)	57
Net long-term debt to assets (%)	0.072 (1.64)	0.057 (1.45)	57	0.135*** (2.49)	0.166** (2.26)	51	0.108*** (2.52)	0.102** (2.30)	56

3. SPAC E ALTRE STRUTTURE SOCIETARIE

La SPAC è definita dalla stessa SEC come “un tipo di blank-check company”. Tuttavia, a causa delle sue caratteristiche, è possibile che venga ricondotta e confrontata con altre strutture societarie quali le cash shells o le reverse mergers. Dal punto di vista del fine che intende assolvere, essa viene relazionata alle tradizionali IPO ed ai fondi di private equity.

SPAC E BLANK-CHECK COMPANIES

Del rapporto con le blank-check companies si è ampiamente detto nel primo capitolo, e di seguito viene riportata una tabella contenente le principali differenze strutturali.

	<i>BLANK-CHECK</i>	<i>SPAC</i>
<i>ESCROW OF OFFERING PROCEEDS</i>	Il 90% dei proventi deve essere depositato presso un conto di garanzia con un’istituzione che ne assicuri il deposito o in un conto bancario separato istituito da un broker-dealer in cui il suddetto funga da amministratore fiduciario per le persone che posseggono interessi sui proventi	Generalmente più del 90% dei proventi derivanti dalla quotazione sono depositati presso un conto di garanzia.
<i>INVESTIMENTO DEI PROVENTI NETTI</i>	Devono essere investiti solamente in determinati titoli (fondi comuni di investimento in titoli del mercato monetario che posseggano i requisiti richiesti dal Company Act del 1940 o in titoli che sono obbligazioni dirette di, o obbligazioni garantite relativamente al capitale o agli interessi da, Stati Uniti)	I proventi della quotazione tipicamente sono investiti solamente in titoli di stato americani con scadenza a 180 giorni o inferiore
<i>RESTRIZIONI RELATIVE AL FAIR VALUE O AL PATRIMONIO NETTO DELLA TARGET</i>	Sono autorizzate ad investire in una target solo se il fair value o il patrimonio netto che deve essere acquisito rappresenti almeno l’80% dei proventi massimi utilizzabili per la transazione.	Solitamente non possono acquisire a meno che il fair value dell’operazione non sia uguale o maggiore all’80% del patrimonio netto della SPAC al momento dell’acquisizione (la SPAC beneficia anche dell’uso del capitale circolante, dei proventi dell’investimento e di altre variazioni del valore della stessa)
<i>SCAMBIO DEI TITOLI EMESSI</i>	Non è permesso nessuno scambio delle units o delle sottostanti azioni e warrant fino al termine dell’acquisizione. Durante questo periodo sono depositati presso un conto di garanzia o un conto fiduciario	Le units sono scambiate il giorno dopo alla pubblicazione del prospetto e cominciano ad essere scambiate separatamente il 90 esimo giorno successivo alla pubblicazione del prospetto Form 8-K comprensivo di prospetti finanziari revisionati i quali evidenzino che il patrimonio netto sia inferiore ai 5 milioni di dollari (per non rientrare nella definizione di penny stock ed essere soggetti alla Rule 419).

ESERCIZIO DEI WARRANT	Possono essere esercitati prima dell'acquisizione ma i titoli o il denaro ricevuto devono essere depositati in un conto di garanzia	Non possono essere esercitati prima dell'acquisizione/business combination o dell'eventuale liquidazione.
SCADENZA BUSINESS COMBINATION	18 mesi per l'acquisizione	18 mesi che possono essere estesi a 24 se è stata firmata una lettera d'intenti prima della scadenza dei 18 mesi. (Successivamente il termine è stato prolungato a 24 mesi estendibile a 36).
SCELTA DI RIMANERE INVESTITORI	20 giorni per decidere su un'operazione commerciale e se non approva entro 45 giorni, la quota dell'investitore determinata come pro rata sui proventi depositati presso il conto di garanzia, è automaticamente restituita. Inoltre è necessario predisporre un prospetto consuntivo e inviarlo agli investitori.	Il management team pubblica una relazione agli azionisti (conforme ai requisiti SEC) e concede agli investitori dissenzienti un diritto di conversione, ma l'investimento non è automaticamente restituito fino a che l'azionista non esercita il suddetto diritto.

SPAC, CASH SHELLS E REVERSE MERGERS

La shell company è definita come una società che non ha al suo interno processi produttivi né assets diversi da cassa o cash equivalents⁶⁰. Il fine ultimo di questa struttura è la ricerca di una target company con la quale concludere una reverse merger o altro tipo di acquisizione.

Esistono tre tipi di shell companies⁶¹: le “virgin” shells, le “development stage” shells e le “natural” shells.

Le prime nascono come società il cui scopo è quello di fondersi o concludere altri tipi di business combination, con una o più società, non identificate al momento della costituzione.

Le development stage shells sono, invece, società che non hanno implementato con successo il business plan approvato alla costituzione.

Infine, le natural shells, sono società che hanno ottenuto questo status dopo la vendita dei loro assets e dei processi produttivi al loro interno, in seguito alla dichiarazione di fallimento.

Development stage shells e natural shells possono essere considerate “trading” shells nel caso in cui siano quotate in un mercato regolamentato prima di diventare shell companies. I vantaggi derivanti da questa situazione sono identificabili nel fatto che il mercato fornisce una grande liquidità ai titoli, esse costituiscono una strategia di uscita dall'investimento precedentemente effettuato in quanto è sufficiente vendere il titolo sul mercato, e hanno già

⁶⁰ SEC (2005) Rule 12b-2.

⁶¹ Roosenboom, Vasconcelos (2014).

un pacchetto di investitori. Lo svantaggio deriva dai costi, molto più elevati rispetto alla costituzione di una virgin shell.

Le virgin shells si differenziano dalle restanti tipologie di shells perché devono cercare attivamente una target, mentre development stage e natural shells aspettano che sia la stessa target company ad essere interessata alla conclusione di un'acquisizione con esse.

In linea di massima, si può notare che la definizione di shell company non si distacchi da quella di Special Purpose Acquisition Company, tuttavia gli aspetti di differenziazione sono numerosi.

In primis, una cash shell, per essere definita tale, deve detenere total assets che siano al massimo pari a 5 milioni di dollari, mentre, com'è ormai chiaro, una SPAC deve avere un patrimonio netto superiore a tale soglia.

Inoltre, queste strutture, nonostante richiedano che la transazione sia approvata dagli shareholders, non impongono una soglia minima perché questo avvenga, quindi tale approvazione è conseguita nel caso in cui vi sia il voto favorevole della maggioranza semplice degli azionisti.

Nelle cash shells l'azionista non ha il diritto a riavere il suo investimento iniziale semplicemente votando contro la proposta di business combination.

Mentre nella SPAC i proventi dell'IPO vengono depositati nel trust, nelle shell companies i proventi vengono lasciati svincolati e a disposizione del management team per la conduzione della due diligence, quindi gli azionisti non godono della "*downward protection*" che caratterizza lo strumento SPAC.

I manager delle cash shells, a differenza di quelli della SPAC, non ottengono il 20% dell'equity a titolo di compensazione. Essi partecipano in essa solo attraverso le azioni, o warrant e opzioni a volte.

L'operazione non può essere pagata attraverso cash o un mix di cash e shares, ma il corrispettivo deve essere versato attraverso l'emissione di nuove azioni, quindi anche il management team subisce la diluizione da esso derivante.

A differenza di quanto succede nelle SPAC, il management team della cash shell esce dall'investimento una volta conclusa l'acquisizione.

Queste shell companies, inoltre, non hanno termini temporali da rispettare per la finalizzazione dell'operazione.

Infine, a differenza delle SPAC che presentano in media lo stesso schema di corporate governance, le cash shells hanno strutture molto differenziate tra loro.

Le reverse mergers, invece, sono operazioni in cui, a differenza di quanto accade nei normali procedimenti di acquisizioni tra società pubblica e società privata, è di fatto la target company che acquisisce la società quotata. Solitamente questa situazione si verifica quando una società privata intende acquisire una public shell⁶² senza dover adempiere agli obblighi informativi richiesti dalle IPO e con una tempistica notevolmente ridotta.

Quest'operazione è strutturata in due fasi principali: la prima in cui è la società quotata che acquista la società privata e le fa ottenere lo status di società pubblica; nella seconda fase il management team della public shell esce dall'investimento e viene rimpiazzato dai manager di quella che era la società privata. L'entità che risulta da questo processo è semplicemente l'ex società privata diventata ormai pubblica.

Nonostante molte business combination strutturate dalle SPAC possano avvenire attraverso una reverse merger, non sono completamente equiparabili a tali strutture.

I motivi sono essenzialmente che, nel caso in cui la SPAC voglia concludere una fusione inversa con una società target, questa non può esimersi dal fornire le informazioni ad essa richieste dalla SEC. Di conseguenza il livello di informativa finanziaria (e non) è molto più elevato in queste ultime strutture.

Inoltre, si sono verificati casi in cui la target di una SPAC è stata una società quotata o una controllata.

Un ulteriore fattore di diversificazione riguarda la volatilità del titolo. Proprio per il fatto che non sono previsti particolari obblighi di disclosure, poco è conosciuto al pubblico in merito alla società target, dunque il titolo della cash shell risulta avere una volatilità maggiore rispetto a quanto accade nelle SPAC, in cui molte informazioni riservate vengono rese note attraverso i prospetti previsti dalla normativa della SEC.

Ma la principale differenza è da identificare nel fatto che mentre una reverse merger con una public shell non apporta liquidità o nuovi capitali alla target⁶³, la business combination con una SPAC, immette nuove ed ingenti risorse finanziarie all'interno della target company, sia

⁶² In queste strutture si è in presenza di una shell company in qualità di società quotata.

⁶³ Le uniche risorse finanziarie che possono essere raccolte dovrebbero derivare dal mercato attraverso la vendita di azioni.

che la transazione venga pagata tramite azioni, sia che venga pagata in denaro o con un mix delle due modalità.

SPAC E IPO TRADIZIONALE

Se comparata con il tradizionale processo di IPO, invece, l'IPO di una SPAC presenta numerose differenze, nonostante l'obiettivo comune ad entrambe le strutture sia l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato⁶⁴.

In prima battuta è necessario specificare che mentre le SPAC sono strumenti nati appositamente per permettere l'accesso ai mercati a società di piccole-medie dimensioni, all'ordinario procedimento di IPO fanno ricorso tutte le società e, in particolare, quelle di medie e grandi dimensioni.

L'IPO tradizionale richiede obblighi informativi più permeanti e requisiti più stringenti rispetto all'IPO di una SPAC e, di conseguenza, questo si traduce in costi maggiori e tempi prolungati.

Per questo motivo si afferma spesso che le SPAC consistono in una via alla quotazione utilizzata dalle imprese di qualità inferiore⁶⁵.

Inoltre, mentre l'IPO di una SPAC ha per oggetto una società senza processi operativi o assets diversi da apporti di denaro, la tradizionale IPO ha per oggetto una società strutturata funzionante, che non rappresenta un contenitore per una futura operazione, ma che ha al proprio interno vari processi operativi, di business, ecc..

Al momento della sottoscrizione dei titoli in sede di IPO, gli investitori hanno una storia passata su cui poter costruire delle proiezioni e basare le proprie decisioni, non devono, cioè, investire sulle sole capacità del management team, ma possono servirsi di dati economici e finanziari, della conoscenza del settore di riferimento, dell'area geografica in cui la società opera, della composizione della clientela, del network di relazioni che la stessa ha instaurato con altre istituzioni finanziarie, ecc..

Le SPAC, a differenza di quanto accade per l'IPO ordinaria, danno la possibilità ad alcuni tipi di investitori di entrare in meccanismi tipici degli hedge funds e quindi loro precedentemente esclusi.

⁶⁴ O in un sistema multilaterale di negoziazioni.

⁶⁵ Si veda di seguito, Kolb & Tykvova (2014).

Non è raro trovare nelle SPAC prospetti relativi ai conflitti di interessi che possono sorgere tra investitori e management team, e la previsione di meccanismi per evitarli o gestirli, prospetti non richiesti nell'IPO tradizionale.

Un ulteriore fattore di differenziazione rispetto alle IPO ordinarie è costituito dall'underpricing che subiscono i titoli della SPAC al momento dell'IPO. L'underpricing è sostanzialmente il fenomeno per cui un titolo viene offerto sul mercato, al momento della quotazione, ad un prezzo inferiore rispetto a un possibile prezzo corretto di mercato (fair market value)⁶⁶. È la misura dello sconto che l'emittente deve o decide di subire rispetto al fair market value, al momento della quotazione, per rendere il titolo attraente al pubblico.

Solitamente questo si traduce in un immediato aumento delle quotazioni sul mercato secondario, dal primo giorno di negoziazione. Anche se si potrebbe sostenere che questo aumento di prezzo di mercato, legato ad altri fenomeni (tra cui il manifestarsi delle IPO prevalentemente in momenti favorevoli del mercato ove le attese sulle nuove entranti sono positive), è quello che poi spiega – ex post – l'underpricing.

Un underpricing non voluto viene solitamente giustificato dalla presenza di asimmetrie informative tra la società emittente e il mercato.

Mentre le tradizionali IPO sono caratterizzate da un consistente underpricing, le SPAC⁶⁷ mostrano un underpricing in media pari a zero in quanto le asimmetrie informative relative al prezzo al quale verranno offerti i titoli sul mercato e l'incertezza in merito alle modalità con cui verranno impiegati i proventi della quotazione, sono quasi totalmente eliminate dal fatto che i proventi dell'IPO vengono depositati nel trust. La consistenza del trust, inoltre, costituisce una base sulla quale determinare l'enterprise value e il prezzo dei titoli che verranno quotati⁶⁸. Un altro fattore che influisce positivamente sull'underpricing è la possibilità, da parte degli azionisti, di redimere le proprie azioni per un pro-rata del valore del trust.

Kolb & Tykvova (2014)⁶⁹, identificano, invece, alcuni fattori determinanti, dal punto di vista di una target company, nella scelta tra la tradizionale via dell'IPO o la quotazione tramite

⁶⁶ Dal sito di Borsa Italiana:

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Underpricing>

⁶⁷ Il riferimento è alle IPO delle SPAC in senso stretto, cioè all'ammissione alle negoziazioni della società di investimento. È da escludere ogni eventuale riferimento in merito all'underpricing subito dalle entità risultanti dalla fusione.

⁶⁸ Si ricorda infatti che all'interno di una SPAC non sono presenti assets diversi dalla cassa vincolata nel conto di garanzia.

⁶⁹ In "Special Purpose Acquisition Companies – Are they an alternative to IPOs?" (2014).

SPAC. Questi vengono classificati in tre classi principali quali: fattori di mercato (volatilità del mercato di cui si è già detto), fattori specifici all'operazione (liquidità e tempo) e fattori specifici della società (qualità, redditività, book-to-market ratio, debt ratio e dimensione).

Relativamente al fattore liquidità la SPAC consente di ottenere un maggiore cash-out al momento dell'uscita dall'investimento. Rispetto ad altre strutture, infatti, essa dà la possibilità ai manager della target o ai promoters della SPAC, di uscire dall'investimento senza dover vendere le proprie azioni sul mercato, condizione che potrebbe incidere negativamente sulla percezione della società da parte del mercato. Inoltre, gli azionisti che intendono recedere dalla società possono farlo in tempi veloci grazie al fatto che un'ingente quota di liquidità è segregata nel trust e diviene utilizzabile al momento della business combination, anche per l'opzione di conversione delle azioni in cassa. Infine, Kolb e Tykvova (2014) hanno notato come i promoters delle SPAC riescano ad ottenere cash-out ratio maggiori rispetto a quelli ottenibili nelle tradizionali IPO.

In merito al tempo, ciò che viene affermato spesso è che l'IPO di una SPAC avviene in tempi molto più contenuti rispetto all'ordinario processo di IPO. Questo sembra confermato da tutti gli studi in materia. Tuttavia, nel caso di confronto tra acquisizioni ordinarie sul mercato o acquisizione tramite SPAC, non vi è una differenza rilevante in merito alla tempistica, in quanto, nel caso di SPAC il tutto può essere rallentato dai requisiti di approvazione della business combination, dalle strategie messe in atto dagli investitori istituzionali e dalle reazioni del management team.

Prendendo in considerazione i fattori specifici relativi alla società, si è visto come società "migliori" e quindi più affermate e solide preferiscano intraprendere la strada dell'IPO piuttosto che quella della quotazione attraverso SPAC. Questo strumento, infatti, è utilizzato più frequentemente per società medio-piccole che, pur avendo necessità di entrare nel mercato per raccogliere risorse finanziarie, non hanno i mezzi per far fronte al lungo e oneroso processo di IPO, né riescono a rispettarne i requisiti molto più stringenti.

Le società che tendono a far ricorso alle SPAC hanno book-to-market ratio maggiori e, come suggerito da Fama and French (1995), questo si traduce in redditività inferiore⁷⁰. Inoltre, si è

⁷⁰ Si è visto che società deboli, con utili bassi e persistenti, tendono ad avere alti livelli di book-to-market ratio. Inoltre, il book-to-market ratio, di concerto con la dimensione aziendale, influiscono sul rendimento delle azioni ed entrambi i parametri possono essere utilizzati come indicatori del rischio sistematico (unico rischio remunerato dal mercato di capitali secondo il CAPM). Di conseguenza, aziende di piccole dimensioni e con elevati book-to-market ratio, sono percepite dal mercato come investimenti ad alto rischio, a causa del fatto che la loro capacità reddituale prospettica è soggetta a maggiore variabilità (rischiosità) rispetto ad aziende di grandi dimensioni con book-to-market bassi, data la loro maggiore sensibilità alle condizioni economiche. Vedi Zara (2005).

notato che enti che fanno maggiormente ricorso alla leva finanziaria, tendono a scegliere la via della SPAC piuttosto che quella dell'IPO. Debt ratio eccessivi possono spingere la società a quotarsi per ridurre l'ammontare del debito avendo accesso al mercato e quindi al capitale necessario per bilanciare l'indebitamento.

Anche per questo motivo le SPAC risultano essere più rischiose e di qualità inferiore.

Un ulteriore fattore che incide nella scelta di quale via intraprendere è la dimensione della società. Le società target di una SPAC risultano essere più piccole rispetto a quelle che intraprendono la via dell'IPO e la ragione è da identificare nella capacità, da parte di queste ultime, di ingaggiare underwriter con una reputazione maggiore che siano in grado di gestire l'IPO e apportare un valore aggiunto nel processo.

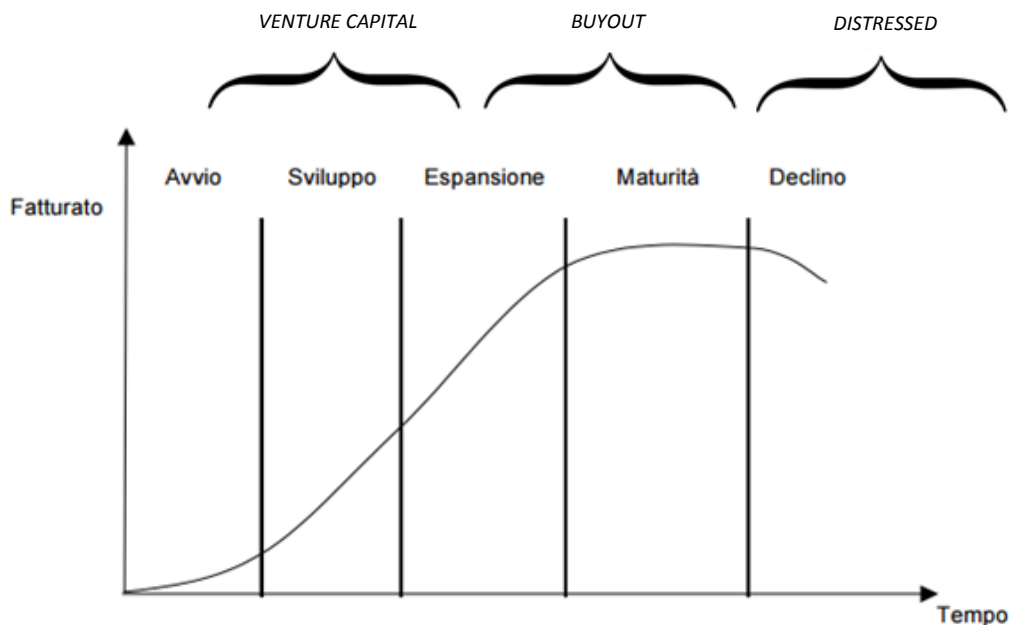
SPAC E PRIVATE EQUITY

La tipologia di società d'investimento in analisi è spesso messa a confronto con la struttura del private equity, per le affinità che dimostrano nella modalità in cui la società investe nella target.

Il fondo di private equity è un fondo comune di investimento che opera principalmente nei confronti delle piccole e medie imprese che non sono quotate o sono in fase di delisting. L'investimento avviene sul capitale di rischio della società target. A seconda delle caratteristiche della target esistono diversi tipi di private equity funds. A seconda della dimensione della target esistono fondi che si specializzano in società più grandi e altri che hanno per oggetto piccole società. A seconda dello stato della target si possono avere fondi che investono in società sane o in società in crisi o che hanno avviato una procedura concorsuale al fine di risanarle. Un tipo particolare di funds sono i venture capitalist che investono in tecnologia e start up. Esistono ulteriori distinzioni a seconda del settore di riferimento o dell'area geografica.

Generalmente i tipi più ricorrenti sono:

- Venture capital: investono in imprese nelle prime fasi del ciclo di vita;
- Buyout: investono in imprese mature;
- Distressed: investono in imprese che manifestano difficoltà finanziarie.



Il fondo è generalmente costituito secondo una struttura di *limited partnership* ed è gestito dai “*General partners*”, soggetti che sono responsabili per gli investimenti effettuati, agendo in qualità di manager del fondo.

Gli investitori che apportano capitali al fondo di private equity diventando così titolari di una quota dello stesso. Si tratta generalmente di investitori istituzionali e sono definiti “*limited partners*” in quanto privi di responsabilità. Alcuni tipici limited partners possono essere individuati nei fondi pensionistici statali, sovvenzioni universitarie, fondi comuni pensionistici, compagnie assicurative e grandi investitori.

L’investimento in fondi di private equity si caratterizza per il fatto di essere un investimento di medio-lungo termine e non facilmente liquidabile, in quanto, come detto si tratta di società non quotate su mercati regolamentati, di conseguenza la ricerca di un acquirente per la vendita della quota e l’uscita dal fondo è più difficoltosa. Inoltre, spesso non è permessa l’uscita dal fondo prima della scadenza dell’investimento (la quota non è liberamente trasferibile) e, in ogni caso, questa facoltà è subordinata al consenso del general manager o al consenso unanime dei gestori del fondo. La partecipazione, per essere trasferita prima della scadenza, viene rilevata da una particolare tipologia di fondi⁷¹ ed è scambiata sul mercato secondario dove il valore della stessa subisce un forte sconto.

⁷¹ La partecipazione non viene scambiata in un apposito mercato. Il trasferimento anteriore alla scadenza avviene vendendo la quota ad un fondo che ha come scopo l’acquisto di partecipazioni di fondi di private equity dagli investitori che non vogliono più, per varie ragioni, farne parte.

Questo è un primo elemento distintivo rispetto alla SPAC, i cui titoli sono scambiati in mercati regolamentati, quindi l'uscita dall'investimento è molto più agevole. Inoltre, la strategia di investimento non è fissa, è possibile optare per una strategia orientata a profitti di breve periodo come investimenti di medio lungo termine. Nel private equity l'obiettivo principale è la realizzazione di un capital gain sulla partecipazione detenuta, attraverso l'aumento del valore dell'azienda, così da ottenere un guadagno in sede di vendita della partecipazione⁷². Entrambe le strutture però investono in società con l'obiettivo di valorizzare l'investimento iniziale dei soggetti investitori.

Nei fondi di private equity, la raccolta di risorse finanziarie avviene attraverso un private placement, mentre una SPAC raccoglie fondi attraverso l'offerta di titoli ad investitori istituzionali e la contestuale quotazione.

Mentre nella SPAC sono i public shareholders della società ad investire nella target⁷³, nei fondi di investimento ciò non avviene, essendo il fondo stesso titolare della quota di partecipazione nelle target e gli investitori del fondo possono vantare diritti solo sulla quota di fondo da loro sottoscritta.

Inoltre, nel private equity, l'investimento è differenziato, perché si è di fronte ad una situazione in cui il fondo investe in più affari contemporaneamente, eventualità molto rara per le SPAC⁷⁴.

A causa del fatto che nulla sia conosciuto della target al momento dell'investimento in SPAC, all'azionista è dato il diritto di voto nell'assemblea di approvazione della business combination⁷⁵ e un diritto di redimere le azioni in caso di disapprovazione⁷⁶. Nei fondi di private equity, invece, è conosciuta la tipologia di investimento, in quanto viene esplicitata la strategia che metterà in atto il fondo, ma gli investitori non hanno diritto di esprimersi in merito a questi, né di ottenere la liquidazione della quota nel caso siano in disaccordo con le decisioni del fondo. L'unico modo per uscire dall'investimento è attraverso l'alienazione della quota di partecipazione.

⁷² È una strategia di buy-and-hold di lungo termine.

⁷³ Una volta avvenuta la fusione tra SPAC e target company.

⁷⁴ Anche nel caso in cui la SPAC decidesse di investire in più target companies, le operazioni sarebbero numericamente limitate. Si prende a riferimento l'ipotesi in cui l'investitore detenga una certa somma e voglia investirla totalmente in uno o nell'altro strumento. Così facendo, l'investimento risulterà molto differenziato nel caso opti per il fondo di private equity.

⁷⁵ Diritto di "voice".

⁷⁶ Cioè di uscita dall'investimento, per questo è chiamato diritto di "exit".

Anche in merito alla remunerazione del management team le due strutture presentano alcune differenze. Nei fondi di private equity i managers ricevono una provvigione per lo svolgimento della loro attività (*management fee*) all'interno del fondo, cosa che non avviene nelle SPAC che non sostengono costi di tipo continuativo relativi al compenso del management team.

Inoltre, in una SPAC è richiesto il versamento integrale dell'investimento mentre in un fondo di private equity le somme possono essere sottoposte al regime dei richiami⁷⁷.

I punti di contatto tra le due strutture sono identificabili nel fatto che entrambe le iniziative sono promosse da professionisti la cui esperienza è fondamentale ai fini del successo dell'affare. Questi soggetti, poi, in entrambe le tipologie di investimento, sono chiamati a partecipare all'iniziativa attraverso un investimento⁷⁸. Sempre in riferimento al management team, la loro remunerazione, nonostante segua schemi differenti, è (anche solo in parte) legata al risultato delle operazioni che saranno condotte. Nei fondi di private equity le management fees annuali sono calcolate sull'ammontare iniziale del fondo, ed in seguito sul capitale effettivamente investito, le performance fees o carried interests, invece, vengono calcolate sul capital gain che spetta agli investitori.

Gli investitori dei fondi come quelli della SPAC, al momento dell'investimento, non hanno informazioni in merito a dove saranno essere investiti i capitali da loro apportati.

Sia la SPAC che i private equity funds hanno una scadenza temporale, non possono avere una vita utile indeterminata. La SPAC ha una scadenza massima di 36 mesi, mentre un fondo di private equity ha una vita predefinita che va dagli 8 ai 10 anni, ma può essere prorogata di due o tre anni (*grace period*) se il processo di disinvestimento non è stato concluso e se la maggioranza degli investitori è d'accordo.

Inoltre, nelle SPAC sono introdotti meccanismi di aggiustamento del prezzo legati alle performance economiche future della quotanda, tipici delle operazioni di private equity. Nel private equity questi aggiustamenti sono a favore dei venditori, i quali percepiscono un *earn out*⁷⁹ subordinatamente ai risultati ottenuti dalla società ceduta in un certo periodo di tempo

⁷⁷ Generalmente gli investitori sottoscrivono una quota di partecipazione al fondo ma non versano contestualmente l'intero ammontare. Questo viene richiesto, di solito, al momento in cui è identificato un nuovo investimento ed è deliberata la relativa strategia. È assimilabile al regime dei richiami a cui è sottoposta una società di capitali.

⁷⁸ Apporto iniziale, sponsor equity, sponsor warrant e sponsor co-investment nelle SPAC, "commitment capital" nei private equity funds.

⁷⁹ Componente del prezzo di vendita.

successivo alla transazione, o in funzione degli stessi. Nelle SPAC, invece, sono meccanismi di tutela degli investitori nel caso in cui la target deluda le aspettative.

Rodriguez e Stegemoller (2012) identificano nella SPAC un mezzo per far diventare “tradable” un investimento di tipo private equity, nonostante le strutture di corporate governance e le strategie di exit siano differenti.

Boyer e Baigent (2008) affermano che la SPAC costituisce uno strumento attraverso il quale anche investitori retail possono accedere ad investimento di tipo private equity che prima risultavano limitati ad investitori istituzionali quali investment banking ed hedge funds.

Un’ulteriore protezione che le SPAC risultano avere rispetto ai fondi di private equity riguarda il downside risk. Come detto, attraverso il deposito dei proventi dell’IPO in un fondo vincolato, gli investitori rischiano di perdere solamente una minima parte delle somme apportate, mentre in un fondo di private equity rischiano l’intera partecipazione, perché queste protezioni non sono previste.

Inoltre, gli autori affermano che la SPAC sia più trasparente rispetto a tipologie alternative di investimenti poiché vengono richiesti maggiori obblighi informativi e finanziari verso terzi, oltre che la compliance con i regolamenti dei mercati in cui sono quotati i relativi titoli. Il livello di informativa finanziaria è minore in fondi di private equity perché hanno, solitamente, per oggetto imprese non quotate in mercati regolamentati, quindi non hanno bisogno di rispettare i requisiti stringenti da essi imposti.

IPO SENZA UNDERWRITERS

Un ulteriore punto da approfondire riguarda l’eventualità in cui siano gli stessi componenti del management team a svolgere l’attività di underwriters e, quindi, possano effettuare l’IPO senza avvalersi della collaborazione di intermediari.

Nel contesto americano tale possibilità è prevista sottoforma di una Direct Public Offering (DPO), cioè un metodo attraverso cui un’impresa può vendere i propri titoli direttamente agli

investitori sul mercato. È solitamente emesso in piattaforme che si occupano di crowdfundig⁸⁰, date le somiglianze che caratterizzano questi due strumenti.

I destinatari possono essere sia investitori istituzionali che investitori retail.

I requisiti che deve rispettare la società non sono per nulla stringenti in quanto si richiede che la società sia in grado di elaborare internamente i prospetti economico-finanziari, che questi siano soggetti ad *audit* da parate di una società di revisione, e che abbiano presentato alla SEC il Registration Statement, cioè una dichiarazione di offerta pubblica di sottoscrizione di titoli, e che questo sia stato da essa approvato.

In alcuni casi quest'ultimo requisito non è richiesto. Le eventualità più ricorrenti riguarda offerte che avvengono all'interno dello stesso stato oppure offerte per un ammontare che sia inferiore al milione di dollari⁸¹.

I vantaggi derivanti da questo strumento possono essere identificati nella tempistica ridotta e nell'economicità del processo.

Per quanto attiene al primo punto, c'è da dire che nel caso la società assuma qualche intermediario per gestire la DPO, questo solitamente avviene entro dodici mesi⁸². Nel caso di offerte che non richiedano la registrazione con la SEC i tempi sono molto più contenuti tanto da avvenire anche in un mese. I costi per la prima tipologia sono mediamente nell'ordine di centomila dollari. Per le società che non richiedono la presentazione di prospetti alla SEC i costi da sostenere variano in un range che va dai venticinquemila dollari ai cinquantamila dollari.

Tuttavia, non è un'operazione poco costosa in termini di costo opportunità se osservata dalla prospettiva del management team, che deve convogliare la propria attenzione su questi processi piuttosto che sui normali processi di business. Inoltre, solitamente attraverso una DPO il fundraising è più contenuto rispetto ad un'IPO in cui intervengono gli underwriters, sia per il fatto che essi possono sfruttare la loro reputazione, sia per gli stretti rapporti che hanno con gli investitori il che facilita la formazione di un mercato secondario per questi titoli e ha come conseguenza una maggiore liquidità del titolo stesso.

⁸⁰ Per crowdfunding si intende quel "processo con cui più persone conferiscono somme di denaro, anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa". Borsa Italiana <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm>.

⁸¹ Esenzione prevista nella Rule 504.

⁸² Questa situazione non si differenzia da quella dell'IPO tradizionale se non per il fatto che le DPO sono pubblicizzate via internet o attraverso inviti diretti all'investitore.

È un metodo al quale fanno ricorso soprattutto piccole e medie società che non suscitano interesse nei grandi underwriters o nelle grandi banche d'investimento affinché questi siano disposti a sottoscrivere e gestire un'IPO per loro conto.

In Italia sembra ammessa tale possibilità solo nel caso in cui l'offerta sia rivolta ad investitori qualificati e solo nel caso in cui la quotazione avvenga nell'AIM Italia. Addirittura non sarebbe richiesta la presentazione di un prospetto informativo scrutinato dall'autorità di vigilanza, nel qual caso la Consob.

Questa possibilità è prevista solamente per la funzione di fundraising, cioè al mero collocamento dei titoli, in quanto successivamente l'emittente necessiterà dell'ausilio di un intermediario per il regolamento della transazione.

Non è poi ammessa l'ipotesi che l'attività di listing, avvenga senza l'ausilio di un intermediario autorizzato, in quanto sia nel regolamento di Borsa Italiana, sia in quello che disciplina l'accesso all'AIM, è esplicitamente richiesta la presenza di uno sponsor nel primo caso, identificabile in una banca o impresa di investimento, e di un Nomad (Nominated Adviser) nel secondo caso, che può essere una banca d'affari, un intermediario o una società che opera prevalentemente nel settore corporate finance.

Quindi nonostante teoricamente sia prevista la possibilità di collocare i titoli sul mercato, nei confronti di soli investitori istituzionali, senza l'utilizzo di intermediari sottoscrittori, nella pratica tale possibilità non ha finora trovato riscontro pratico perché sembra presentare ostacoli non superabili o superabili ma a discapito della convenienza economica dell'operazione.

4. LA DIFFUSIONE DELLA SPAC NEL MONDO

AMERICA

USA

La SPAC è una struttura d'investimento nata negli Stati Uniti nei primi anni '90, tuttavia la presenza di una SPAC operativa nei mercati è avvenuta nel 2003 con la quotazione nel mercato OTC. Nel 2005 anche l'AMEX ha aperto le porte a tale strumento, seguito, nel 2008 da NASDAQ e NYSE.

La presenza in questi mercati e l'attivismo degli stessi nel prevedere requisiti per poter ammettere alla quotazione le SPAC, hanno attirato grande attenzione sul fenomeno anche da parte di investitori stranieri, tanto da permetterne la diffusione anche al di fuori dai confini del mercato americano.

Canada

Per quanto riguarda il Canada, la Toronto Stock Exchange ("TSX"), nel settembre del 2008 si è dichiarata favorevole all'ammissione alla quotazione di questo nuovo strumento di investimento, pubblicandone una proposta di regolamentazione.

Il 19 dicembre dello stesso anno è diventata effettiva la normativa in materia chiamata "SPAC Rules". Queste introduzioni normative sono considerate una conseguenza del "Capital Pool Company Program" della TSX Venture Exchange che aveva ad oggetto essenzialmente delle micro-SPAC.

Le introduzioni delle SPAC Rules prevedono che:

- l'IPO raccolga un minimo di 30 milioni di dollari, attraverso l'emissione di azioni che abbiano un prezzo unitario non inferiore ai 2 dollari, inoltre non prevede un limite massimo per l'IPO;
- la possibilità di emettere azioni o alternativamente units, che devono essere identificate in un apposito prospetto;
- nel caso vengano emesse units, queste devono essere composte da un'azione ordinaria e, al massimo, due warrants.

Inoltre, i requisiti generali per la quotazione nel TSX richiedono che la società:

- abbia almeno un milione di titoli detenuti dal pubblico;
- abbia al proprio interno un minimo di 300 public holders.

La TSX può, in ogni caso, riservarsi la possibilità di prendere in considerazione ogni fattore che ritenga essere rilevante per determinare i meriti di una richiesta di quotazione e, ne può concedere o negare l'ammissione nonostante i requisiti sopra esposti.

Nonostante la previsione normativa sia stata tempestiva, ad oggi, nessuna SPAC risulta quotata nel mercato canadese.

ASIA

Per quanto riguarda il resto del mondo, una delle zone più calde relativamente alle IPO di SPAC è l'Asia, in particolar modo la Malesia e la Korea del Sud.

Il mercato asiatico è a prevalenza di investitori retail, a differenza dei mercati occidentali in cui i maggiori attori sono investitori istituzionali. Questo fattore determina una maggiore volatilità del mercato a causa della fluttuazione e della sopravvalutazione dei prezzi delle azioni.

Malesia

Nell'agosto 2009 la Security Commission (SC) Malaysia ha introdotto un framework normativo relativo all'ammissione alle negoziazioni di titoli delle SPAC nel "Main Market" della "Bursa Securities".

Con questa modifica si è cercato di sollecitare l'attività di private equity e di M&A.

I requisiti per la quotazione delle SPAC sono esposti nella tabella riportata di seguito:

<i>Listing Board</i>	Alle SPAC è permessa la quotazione solo nel mercato principale
<i>Prezzo in fase di IPO</i>	Il prezzo unitario minimo è di RM0.50 (0,13 € ca.)
<i>Luogo di incorporazione</i>	Le target devono essere incorporate in Malesia secondo quanto previsto dal Companies Act, 1965 La SC può permettere che l'incorporazione avvenga anche fuori dalla Malesia, verificato che la società risponda agli Additional Criteria previsto per il Primary Listing delle società estere.

Minimum Fund Raised	RM150 milioni (38,5 milioni di € ca.)
Credibilità del Management Team	I membri del management team devono possedere l'esperienza, le qualifiche e le competenze necessarie per: <ul style="list-style-type: none"> • Raggiungere gli obiettivi preventivati nella business strategy; e • Svolgere i propri ruoli, compresa la comprensione della natura delle proprie obbligazioni e di quelle della SPAC.
Management Team Ownship	Devono detenere in totale almeno il 10% dell'equity della SPAC alla data di quotazione.
Periodo di lock-up	Riguarda I titoli detenuti dal management team. Dura fino al momento della conclusion della business combination.
Gestione dei proventi dell'IPO	Devono depositare almeno il 90% dei proventi dell'IPO in un trust. Questi possono essere svincolati solo al momento dell'esecuzione della business combination Almeno l'80% dei proventi depositati nel trust devono essere utilizzati per la qualifying acquisition.
Qualifying Acquisition	Deve essere conclusa entro 36 mesi dalla data di quotazione.

Fonte: http://www.smeinfo.com.my/index.php?option=com_content&view=article&id=1148&Itemid=1156⁸³

La prima SPAC malese “Hibiscus Petroleum Bhd” è stata quotata nella Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) nel giugno del 2011 ed è considerata essere la prima SPAC del Sud-Est asiatico e la prima “vera” SPAC asiatica.

Questa è stata seguita dall'IPO di “Cliq Energy” e “Sona Petroleum” nel 2013 e da “Reach Energy” nel 2014, tutte relative al settore estrattivo. Il 2014 ha visto, invece, la costituzione di SPAC anche nel settore delle piantagioni e in quello alimentare.

Il mercato malese, nel 2013, ha ospitato la più grande IPO. Un mercato di capitali con questo ritmo di crescita rappresenta un ambiente in cui un'IPO di una SPAC risulta essere più agevole.

Alla fine dello stesso anno, poi, la Securities Commission ha introdotto una modifica normativa volta ad assicurare una maggiore tutela agli investitori. Questo intervento testimonia come l'attenzione del regolatore in merito a tale strumento non si sia esaurita con la previsione di un framework normativo ad hoc, ma segua l'evoluzione del mercato e della struttura di queste transazioni.

⁸³ Elaborazioni da Securities Commission's Equity Guidelines per il Main Market <http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=713&menuid=852&newsid=&linkid=&type=>, e Bursa Malaysia Listing Requirements per il Main Market http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/listing_requirements/main_market.html.

Mentre, da un lato, questi requisiti stringenti sono volti alla protezione degli investitori, dall'altra possono essere controproducenti poiché l'invasività della SC può non lasciare adeguato spazio al management team relativamente ad alcune decisioni commerciali⁸⁴.

Korea del Sud

Il secondo Paese asiatico ad aver aperto le porte alla SPAC è stato la Korea del Sud, nel 2010 con la revisione dell'“Enforcement Decree of the FSCMA”, le norme e i regolamenti della Financial Supervisory Commission (FSC), della Korea Financial Investment Association (KOFIA) e della Korea Exchange (KRX).

In particolare, è stata determinante la modifica dell'Enforcement Decree in quanto, con l'articolo 6(4)14 si delineano i confini di una SPAC⁸⁵ e le esonera dall'applicazione delle disposizioni generali in materia di investimenti collettivi.

Le differenze rispetto alle strutture conosciute sono riportate nella tabella seguente:

SPAC AMERICANE	SPAC KOREANE	CAUSE DIFFERENZE
Non sono previsti criteri di ammissibilità per gli sponsor	Più di uno sponsor deve essere un dealer autorizzato	<i>Al fine di aumentare la professionalità e la responsabilità degli sponsor</i>
Emissione di units composte da azioni ordinarie e warrants	Emissione di azioni ordinarie	<i>In Korea una società non è autorizzata ad emettere warrant che prevedono il diritto di acquistare azioni ordinarie</i>
Sono previste diverse tipologie di business combination ammissibili	La business combination può avvenire solo sotto forma di fusione	<i>Se fossero strutturati altri tipi di operazioni, la holding company risultante sarebbe eccessivamente regolata. Inoltre non sono previsti conversion rights nel caso di acquisizione tramite shares</i>
La proposta di business combination deve essere approvata dalla maggioranza degli azionisti in possesso di azioni ordinarie	La business combination deve essere approvata a maggioranza dei 2/3 dei votanti presenti all'assemblea e, da almeno 1/3 delle azioni totali emesse e in circolazione nel mercato	<i>Previsione normativa per l'approvazione di una fusione</i>

⁸⁴ Ranajit Dam, “SPACs raising” – Asian Legal Business, 01/10/2014.

⁸⁵ Definita come “a corporation, the sole business objective of which is to merge the corporation with another corporation and issue the stock certificates through a public offering”. Da http://www.fsc.go.kr/eng/new_financial/securities.jsp?menu=0203&bbsid=BBS0087.

La maggioranza degli investitori in spac sono investitori istituzionali	Una gran parte degli investitori in un'IPO di una SPAC sono investitori retail	<i>Nel mercato azionario coreano la presenza di investitori istituzionali non è significativa</i>
---	--	---

Fonte: Kim, K. L. (2010)

La comparsa della prima SPAC nella KRX è avvenuta il 22 febbraio 2010, ma ha incontrato numerosi problemi tra cui l'aumento eccezionale del prezzo delle azioni. “Daewoo Securities Green Korea SPAC” è stata quotata nel KOSPI⁸⁶ il 3 marzo ed ha raccolto circa 75 milioni di dollari, le successive SPAC hanno, invece, raccolto in media 22 milioni di dollari⁸⁷. Nello stesso anno sono state effettuate altre quattordici IPO di SPAC, di modeste dimensioni.

Singapore

Sempre con riferimento al mercato asiatico, il 6 gennaio 2010 la Borsa di Singapore (“Singapore Exchange” SGX) ha emesso dei pareri e delle proposte di modifica dei requisiti che permettano l'accesso alle società nel Main Board e che aprano le porte alla quotazione delle Special Purpose Acquisition Companies. Il fine di queste proposte è stato di attrarre nel mercato società più grandi e maggiormente affermate, in modo da far crescere il mercato di capitali di Singapore e richiamare l'attenzione di investitori sofisticati che siano disposti ad utilizzare la SPAC come strumento alternativo di raccolta di capitale.

Nonostante il successo di molte SPAC del Sud Est asiatico, l'autorità monetaria di Singapore ha respinto la proposta di modifica. Tuttavia, la SGX ha introdotto un framework normativo specifico per le società che hanno come oggetto sociale l'esplorazione per la possibile estrazione di minerali, petrolio o gas⁸⁸.

AFRICA

Nell'aprile del 2013 anche la Johannesburg Stock Exchange (JSE) ha introdotto dei requisiti per l'ammissione alla quotazione di SPAC. Nel settembre 2014 i titoli della società d'investimento londinese “Saconven” sono stati ammessi alle negoziazione nella JSE. Si tratta

⁸⁶ La borsa Koreana (KRX) permette la quotazione delle SPAC sia nel mercato KOSPI che nel KOSDAQ.

⁸⁷ Anche su questo incide la composizione del mercato, rappresentata in prevalenza da investitori retail che non posseggono gli ingenti mezzi finanziari degli investitori istituzionali.

⁸⁸ Sull'onda dell'esperienza malese, le cui SPAC hanno avuto come target companies società estrattive di gas o petrolio.

di una società già quotata nell'AIM londinese che cerca un secondary listing nell'Alternative Exchange⁸⁹ della JSE. Lo scopo di questa SPAC è di investire nel settore estrattivo o dei beni di consumo nei Paesi emergenti.

EUROPA

Nello scenario europeo la sfida principale riguarda l'adattamento della SPAC ai vari regimi fiscali, inoltre questo strumento può essere visto come un mezzo, per le società russe, di entrare nel mercato europeo.

Gran Bretagna

La prima SPAC, al di fuori dagli Stati Uniti, è avvenuta sul mercato AIM londinese. Si tratta di "International Metal Enterprises" quotata il 3 ottobre 2005. È una SPAC americana i cui titoli sono stati ammessi alle negoziazioni sull'AIM, attraverso un'IPO che ha raccolto 186.480.000 € (al netto delle spese relative agli underwriters) e dei quali, 186.100.000 € (circa il 99%) sono stati depositati nel trust. I proventi dell'IPO segregati sono stati reinvestiti in titoli di stato americani⁹⁰.

Nello stesso anno si è assistito alla quotazione di altre due SPAC con operations negli USA: Energy XXI Acquisition Corporation e IRF European Financial Investments. In riferimento alla prima, i titoli sono stati ammessi alle negoziazioni in dollari americani, anch'essi, nell'ottobre 2005 e l'IPO ha raccolto 300 milioni di dollari. È stato il primo caso di dual listing su AIM e Nasdaq.

Nell'ottobre del 2005 la FSA (Financial Services Authority), cioè l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari londinesi⁹¹, ha pubblicato le sue opinioni in merito alla quotazione delle SPAC attraverso l'Official Listing⁹².

⁸⁹ Segmento riservato alla quotazione di piccole medie imprese con prospettive di crescita rilevanti e di elevata qualità. Richiede il supporto di un "Designated Advisor" per la quotazione e tutto il periodo in cui la società sia presente nell'Alternative Exchange.

⁹⁰ www.glbsm.com

⁹¹ L'FSA è stata abolita il 19 dicembre 2012. Oltre a poteri di controllo, deteneva la facoltà di imporre sanzioni. Le sue funzioni sono state assegnate a due organi di nuova costituzione: la Prudential Regulation Authority e la Financial Conduct Authority, che agiscono di concerto con la Banca d'Inghilterra.

⁹² È il listino ufficiale della London Stock Exchange. Con esso si ottiene una quotazione "primaria".

La quotazione può avvenire sia sul segmento “Standard⁹³” dell’Official List, che sull’AIM, cioè il mercato che ospita le negoziazioni delle piccole-medie imprese.

Per quanto riguarda la quotazione nell’Official List, essendo che la SPAC⁹⁴ non ha un vero e proprio business al suo interno, il procedimento non deve essere effettuato secondo il tradizionale “Chapter 6⁹⁵” delle “Listing Rules”⁹⁶ che porterebbe ad una quotazione sulla “Premium List”, ma deve seguire il “Chapter 14”. Attraverso il Chapter 14 si ottiene un “secondary listing” sullo Standard List senza che sia chiesto alla società di avere un “primary listing” in un altro Paese.

A questa procedura non sono applicate le UKLA Listing Rules ma le “Prospectus Directive⁹⁷” rules, tuttavia la UKLA deve esaminare e apporre un timbro di approvazione sui documenti che riguardano la quotazione della società, al fine di controllarne la compliance con la Prospectus Directive.

Per quanto attiene ai requisiti relativi alla SPAC, viene richiesto che, sia al momento dell’ammissione alla quotazione sia per tutto il tempo in cui i titoli sono quotati nella Standard List, almeno il 25% delle azioni siano detenute da public holders.

I vantaggi di una quotazione nell’Official List sono identificabili nella maggior liquidità e nel prestigio offerti da questo mercato. Inoltre, a seguito delle deregolamentazione avvenuta nell’Aprile 2010, la quotazione in questo segmento impone alle SPAC condizioni meno restrittive rispetto a quelle poste dall’AIM il quale, a differenza del primo, richiede, ad esempio, la presenza di un financial adviser o di uno sponsor al momento dell’IPO o continuativamente.

A livello europeo, invece, il mercato AIM risulta essere più flessibile rispetto agli altri mercati in particolare rispetto al NYSE Euronext.

⁹³ Lo Standard List è un segmento del mercato londinese che permette la quotazione nel Main Market della LSE. La tendenza a cui si è assistito è quella di mantenere in questo mercato società che hanno un primary listing in un altro Paese.

⁹⁴ Nel caso in cui la SPAC ricada nella definizione di ‘investment entity’ può ottenere un primary listing nell’Official List, in caso contrario è preclusa questa possibilità. Per investment entity l’IFRS 10 intende “*an entity whose business purpose is to make investments for capital appreciation, investment income, or both. An investment entity also evaluates the performance of those investments on a fair value basis*”. I più comuni tipi di investment entity sono rappresentati, secondo lo IASB, da private equity, venture capitalist, pension funds, sovereign wealth funds e altri fondi di investimento.

⁹⁵ Riguarda le società che hanno al proprio interno processi di business indipendenti e consolidati con una storia di almeno 3 anni.

⁹⁶ Si tratta delle UK Listing Authority (UKLA)’s Listing Rules.

⁹⁷ Si tratta del risultato del recepimento di una direttiva comunitaria che è volta ad uniformare i criteri di redazione dei prospetti pubblicati in sede di offerta al pubblico di titoli o di ammissione alla quotazione.

Le differenze sono individuabili nel fatto che l'AIM non impone requisiti specifici per la quotazione di SPAC.

È un mercato relativamente nuovo, indirizzato alle giovani società quindi ha requisiti di corporate governance ad esse proporzionati. Non richiede che la società abbia un track record, un numero minimo di azionisti né che una determinata percentuale delle azioni sia detenuta dal pubblico. Inoltre, prevede la possibilità di effettuare un insieme di piccole acquisizioni, a differenza di quanto imposto dai mercati americani i quali richiedono che almeno l'80% dei proventi detenuti nel trust venga impiegato in un'unica grande acquisizione.

Paesi Bassi

Il 19 luglio 2007 si è assistito alla quotazione della prima SPAC nel Nyse Euronext di Amsterdam. Si tratta di "Pan-European Hotel Acquisition Company N.V." che, con l'IPO, ha raccolto 115 milioni di euro. Quest'operazione è stata seguita dall'ammissione alla quotazione dei titoli di "Liberty Acquisition Company", il 6 febbraio dell'anno successivo. Attraverso l'IPO sono stati raccolti 600 milioni di euro e rappresenta la terza SPAC più grande al mondo al di fuori degli Stati Uniti.

Germania

Il 4 gennaio 2010 è stata quotata nella Frankfurt Stock Exchange ("Frankfurter Wertpapierbörse" FWB) la prima SPAC tedesca con la denominazione di "Helikos S.E.", con sede nel Lussemburgo⁹⁸. La relativa IPO ha raccolto 200 milioni di euro costituendo, così, la più grande IPO nella FWB dal luglio 2008. Le sue units sono state offerte al mercato in Francia, Germania, Lussemburgo e sul mercato internazionale tramite collocamenti privati, anche disciplinati dalla Rule 144⁹⁹ negli Stati Uniti.

⁹⁸ Da molti, la prima SPAC Europea/tedesca è ritenuta essere Germany1 Investment, che però è stata quotata nel luglio 2008 nell'Euronext, ed ha sede legale nell'isola di Guernsey. È ritenuta tale perché nei suoi prospetti relativi alla quotazione ha dichiarato di cercare target tra Germania, Francia e Lussemburgo.

⁹⁹ La Rule 144 del Securities Act costituisce un'eccezione alla Section 5 dello stesso atto che prevede l'obbligo di registrazione presso la SEC delle offerte o vendite effettuate sul mercato. Con la Rule 144 si introduce un'esenzione a tale normativa, e si prevede la possibilità di rivendere al pubblico titoli controllati o vincolati a condizione che siano rispettati alcuni requisiti relativi, ad esempio, al periodo di detenzione dei titoli, il modo in cui sono rivenduti, e l'ammontare massimo di titoli per ciascuna vendita. È, inoltre, richiesta la presenza di un agente di cambio. Da <http://www.sec.gov/answers/rule144.htm>.

La quotazione avviene attraverso i listing requirement generali in quanto non è previsto un mercato specifico per le negoziazioni dei titoli delle SPAC, di conseguenza non è stata introdotta una normativa ad hoc.

Italia

In seguito alla Germania, anche l'Italia ha visto la quotazione della prima SPAC sul mercato MIV. Il 27 gennaio 2011 è stata ammessa alle quotazioni Italy1 Investment S.A., seguita da Made in Italy1 SpA nell'AIM, la cui quotazione è avvenuta il 27 giugno 2011 ed è stata la prima SPAC di diritto italiano.

5. LE SPAC E IL LORO SVILUPPO IN ITALIA

Le SPAC hanno fatto la loro comparsa nel mercato italiano relativamente tardi rispetto al resto del mondo. La prima SPAC è stata ammessa alle negoziazioni nel mercato MIV nel corso del 2011¹⁰⁰, tuttavia era precedentemente ammessa la loro quotazione nel sistema multilaterale di negoziazione AIM.

L'apertura del mercato a questo strumento è avvenuta a seguito di una modifica del Regolamento Mercati approvata il 24 maggio 2010, con la quale è stata prevista l'istituzione di un nuovo segmento del mercato - MIV - dedicato agli Special Investment Vehicle (SIV), cioè veicoli la cui politica di investimento non prevede diversificazione.

I MERCATI

IL MIV (Mercato degli Investment Vehicles)

Il mercato MIV è organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA. È riservato agli Investment Vehicles ed è un mercato dall'assetto regolamentare flessibile ed efficace, infatti, si tratta di un mercato EU regulated, che può ospitare anche strumenti/strutture legali sofisticati e che non impone restrizioni di alcun tipo relative alla sede legale o al domicilio fiscale del veicolo. Cerca di conciliare i bisogni degli emittenti con quelli degli investitori. Ai primi offre una maggiore flessibilità nella politica di investimento, la previsione di requisiti di ammissione semplificati ed una reputazione equivalente a quello del mercato principale. Per gli investitori, attraverso il MIV è possibile identificare chiaramente i veicoli di investimento e i segmenti di riferimento, offre la possibilità di effettuare investimenti in un mercato regolamentato con una maggiore liquidità dei titoli e un livello elevato di trasparenza e informativa finanziaria.

L'accesso è permesso agli investitori professionali e in alcuni segmenti anche ad investitori retail.

È composto da quattro sotto mercati:

- *Fondi chiusi*: in cui sono negoziate le quote di fondi chiusi mobiliari o immobiliari.

¹⁰⁰ Si noti che nel regolamento di Borsa era già presente una struttura simile alle SPAC, le "Investment Companies" quotabili nell'MTA segmento MTF. Queste, però, a causa del fatto che dovevano essere quotate nel main market, erano gravate da rigidità e requisiti regolamentari aggiuntivi che non le rendono assimilabili alle SPAC, essendo queste ultime uno strumento più flessibile.

- *Investment companies*: in esso sono negoziate azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e che hanno come oggetto sociale esclusivamente l'investimento in partecipazioni, di maggioranza o di minoranza, di società, quotate e non.
- *Real Estate Investment companies (REIC)*: in esso sono negoziate azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e che hanno come oggetto sociale prevalente l'attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare.
- *Special Investment Vehicles (SIV)*: in cui sono negoziate azioni delle SPAC (cioè società con una politica di investimento che non prevede diversificazione) e società la cui politica di investimento si caratterizza per un'elevata complessità¹⁰¹.

Per essere ammesse al mercato MIV, alle SIV è richiesto di rispettare le seguenti condizioni:

- una durata, per previsione statutaria, superiore a 36 mesi ed entro tale termine devono essere effettuati uno o più investimenti significativi¹⁰². Tale termine può essere prorogato nel caso siano poste in essere "trattative concrete" al fine della conclusione di un'operazione rilevante¹⁰³;
- una politica di investimento sufficientemente precisa e dettagliata in maniera tale da poter chiarire agli investitori i limiti e lo scopo delle scelte di investimento¹⁰⁴. Tuttavia, al fine di limitare meccanismi elusivi, è stato introdotto un limite all'investimento in fondi speculativi italiani ed esteri pari al 20% dell'attivo della SIV;
- i fondi raccolti attraverso l'offerta di titoli al momento dell'ammissione alle negoziazioni e durante i successivi aumenti di capitale, devono essere depositati presso un conto vincolato, ed eventualmente investiti esclusivamente in attività prive di rischio;
- un minimo di tre componenti del management team devono avere un'esperienza complessiva di almeno tre anni nella gestione strategica di investimenti della dimensione e del tipo di quelli che formano oggetto della SIV;
- in tema di politica di gestione dei conflitti di interessi, la società deve adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi che potrebbero insorgere

¹⁰¹ Tra cui i veicoli multi-strategy.

¹⁰² Per investimenti significativi si intendono operazioni che impieghino almeno il 50% dell'attivo societario.

¹⁰³ Solitamente quanto è stata firmata una lettera d'intenti.

¹⁰⁴ Nel Regolamento Mercati è descritto il contenuto minimo di tale politica di investimento.

nello svolgimento dell'attività di investimento e devono prevedere misure organizzative e procedurali volte alla gestione di tali situazioni;

- una storia finanziaria di almeno un esercizio;
- adempimento di specifici obblighi informativi relativi allo stato della politica di investimento, alla sostituzione del management, all'osservanza della politica di gestione dei conflitti di interessi.

Inoltre, per quanto attiene ai requisiti che si riferiscono al capitale della SIV, queste:

- devono avere una capitalizzazione di mercato minima pari ad almeno 40 milioni di euro;
- relativamente ai requisiti di flottante, almeno il 35% del capitale della SIV deve essere detenuto da investitori professionali.

Deve essere nominato uno sponsor che assista la SIV nella quotazione e ad esso è richiesto di rilasciare a Borsa Italiana delle attestazioni relative alla politica di gestione dei conflitti di interesse, alla professionalità, alla reputazione e all'esperienza del management team.

I titoli ammessi alle negoziazioni nel mercato MIV sono:

- Azioni;
- Obbligazioni convertibili in azioni;
- Warrant;
- Diritti di opzione;
- Combinazioni di strumenti finanziari¹⁰⁵.

È vietata la negoziazione di titoli che non attribuiscono il diritto di voto nell'assemblea ordinaria, se i titoli conferenti tale diritto non sono già stati ammessi sul mercato o non sono oggetto di una contestuale richiesta di ammissione alle negoziazioni.

REQUISITI AMMISSIONE SEGMENTI MIV

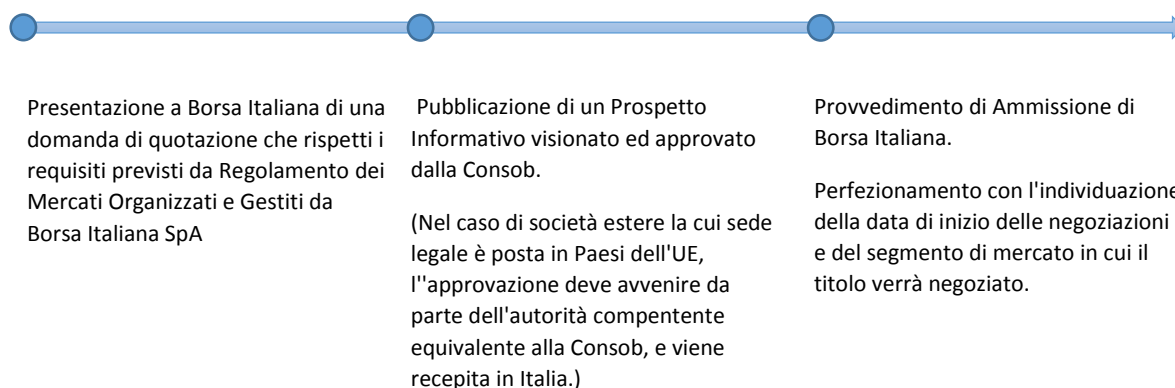
	FONDI CHIUSI	INVESTMENT COMPANIES	REIC	SIV
CAPITALIZZAZIONE	€ 40 mln (25 mln per fondi chiusi mobiliari)	€ 40 mln	€ 40 mln	€ 40 mln
FLOTTANTE	25%	25%	35%	35%

¹⁰⁵ Ad esempio units.

BILANCI CERTIFICATI	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)	3 (se esistenti)
PROSPETTO INFORMATIVO	✓	✓	✓	✓
INVESTMENT POLICY	<ul style="list-style-type: none"> • Descritta dal Regolamento del Fondo • Nel caso di fondi chiusi almeno il 25% delle attività deve essere investito entro 24 mesi dall'ammissione 	<ul style="list-style-type: none"> • Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo • Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione¹⁰⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> • Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo • Almeno 3 locatari, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale ricavi da locazione • Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro la data di avvio delle negoziazioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Libera in termini di diversificazione degli investimenti • Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione
TRACK RECORD DEL MANAGEMENT	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)
AMMINISTRATORI INDIPENDENTI	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Raccomandato
SPECIALISTA	✓	✗	✗	✗
ALTRI DOCUMENTI	Regolamento del Fondo approvato da Banca d'Italia	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa	Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa

Fonte: Borsa Italiana – London Stock Exchange, *Give the right direction to your investment vehicle. MIV – il mercato degli Investment Vehicles, Gennaio 2011.*

PROCESSO DI AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI



Fonte: Borsa Italiana – London Stock Exchange, *Give the right direction to your investment vehicle. MIV – il mercato degli Investment Vehicles, Gennaio 2011.*

¹⁰⁶ Pena lo scioglimento della società.

L'AIM (Alternative Investment Market)

L'AIM Italia nasce in conseguenza all'acquisizione di Borsa Italiana da parte della London Stock Exchange, che il 23 giugno 2007 ha dato vita alla holding London Stock Exchange Group plc.

È un mercato che prende le sue caratteristiche principali dal mercato AIM londinese, adattando diversi aspetti al contesto italiano.

Come l'AIM londinese è riservato alle piccole medie imprese (PMI)¹⁰⁷ che hanno bisogno di ottenere capitali ma non hanno la possibilità di quotarsi nel mercato principale a causa degli stringenti requisiti che vengono loro imposti¹⁰⁸.

La disciplina dell'AIM è contenuta nel Regolamento Mercati e nel Regolamento sui Nomad.

La Direttiva 2004/39/CE della MiFid definisce il mercato AIM come un Mercato Telematico dei Fondi (MTA)¹⁰⁹, non disciplinato ai sensi di legge, come lo è il MIV (essendo un mercato regolamentato), ma direttamente da Borsa Italiana. Si tratta, essenzialmente, di un sistema multilaterale di negoziazioni.

Come il mercato AIM di Londa, si caratterizza per la flessibilità, in termini di procedura di accesso sia per quanto attiene alla corporate governance. Inoltre, essendo disciplinato da Borsa Italiana, trae beneficio dalla reputazione e dalla solidità di questa. Essendo di derivazione dal modello anglosassone poi, le sue caratteristiche sono ben conosciute agli investitori istituzionali.

L'obiettivo per il quale è nato è la possibilità di offrire risorse finanziarie alle piccole medie imprese italiane, sia attraverso l'accesso al mercato, sia, come conseguenza della quotazione, dal mercato londinese o dai mercati internazionali. Ha introdotto, per le PMI italiane, un canale di finanziamento alternativo rispetto ai tradizionali, i quali si sono dimostrati restii a concedere credito a queste società.

È uno strumento che si adatta particolarmente bene al contesto italiano in quanto:

- il 76% delle società italiane quotate tra il 1985 e il 2005 erano società familiari al momento della quotazione;

¹⁰⁷ È un mercato aperto anche ai veicoli di investimento.

¹⁰⁸ Ad esempio requisiti di struttura, sul flottante o relativi alla composizione degli azionisti.

¹⁰⁹ La Direttiva li definisce con luoghi alternativi di scambio di titoli già quotati in mercati regolamentati.

- le più piccole società quotate in Borsa al momento dell'IPO avevano un fatturato di 15 milioni di euro;
- nelle società industriali quotate tra il 1985 e il 2005 il gruppo di controllo familiare deteneva in media il 77% dei diritti di voto. Post IPO la percentuale è diminuita al 54% dopo 3 anni e dopo 10 anni è arrivata al 52%, a testimoniare come i proprietari siano restii a cedere il controllo della propria società;
- le società familiari hanno registrato, nel lungo periodo, performance maggiori (dell'8% mediamente) rispetto a società non familiari;
- le società familiari, a causa della coincidenza del ruolo di manager con quello di azionista, realizzano un migliore allineamento degli interessi. Come conseguenza, i manager sono focalizzati solamente all'aumento del valore dell'azienda, che porta benefici ad essi (quindi alla famiglia proprietaria) ma anche agli azionisti esterni.

Al mercato AIM Italia possono accedere sia investitori professionali italiani ed esteri, ma anche investitori retail. Tra i primi sono compresi hedge funds, private equity funds, fondi tradizionali o dedicati alle small cap, private banking, venture capitalist, forme di investimento alternative, i quali possono sottoscrivere i titoli in sede di IPO.

Agli investitori retail invece è preclusa tale possibilità, a meno che non siano stati sollecitati all'investimento tramite prospetto informativo. Solitamente questi possono sottoscrivere i titoli della società ammesse alle negoziazioni sull'AIM solo sul mercato secondario in sede di collocamento successivo all'IPO.

Il funzionamento di AIM Italia è garantito dalla presenza di diversi professionisti tra cui i Nomad (Nominated Advisor), figura di nuova introduzione nel mercato italiano e disciplinata dal Regolamento sui Nomad.

Il ruolo di Nomad può essere ricoperto da banche d'affari, associazioni professionali o società di capitali note sul mercato e con adeguata professionalità, le quali operino prevalentemente nell'ambito della corporate finance.

Questo soggetto valuta l'appropriatezza della società alla quotazione attraverso la conduzione della due diligence necessaria, pianifica e gestisce il processo di quotazione. Inoltre, deve assistere la società nella fase di post-quotazione e fino a che la società sia presente nel mercato in quanto è tenuto ad affiancarla e a guidarla nell'adempimento degli obblighi societari e per questo è responsabile nei confronti di Borsa Italiana. È tenuto a fornire

informazioni corrette, complete e non ingannevoli su domanda di Borsa Italiana, che deve essere interpellata anche nel caso in cui vi sia incertezza in merito all'applicazione o all'interpretazione dei regolamenti di AIM Italia¹¹⁰.

Il processo di ammissione alle negoziazioni risulta essere molto più snello e breve rispetto alla quotazione sull'MTA¹¹¹, infatti:

- non è richiesta una capitalizzazione minima;
- è necessaria una soglia minima di flottante pari al 10%;
- non è necessario che la società abbia una storia;
- non è imposta una struttura di governo specifica;
- è necessaria la nomina di un Nomad che deve restare in carico all'azienda per tutta la persistenza della stessa sul mercato;
- è richiesta la presentazione del Documento di Ammissione, ma sono aboliti altri documenti come, ad esempio, il Prospetto Informativo;
- devono essere presentati i bilanci certificati degli ultimi tre esercizi e due dei quali devono essere redatti secondi i principi IAS/IFRS (ove esistenti);
- non è richiesta la due diligence né da parte di Borsa Italiana né da parte della Consob;
- non sono richiesti resoconti trimestrali post-quotazione, tuttavia sono imposti degli obblighi informativi al mercato¹¹²;
- è richiesta la presenza di uno specialista per il sostegno della liquidità del titolo (“specialist” o “underwriter”).

È il mercato stesso, attraverso la figura del Nomad a stabilire le caratteristiche delle società che verranno ammesse alle negoziazioni.

Nel gennaio 2012 AIM Italia si è fuso con Mercato Alternativo del Capitale.

Di seguito è riportata una tabella riassuntiva sulle differenze tra i requisiti richiesti per l'accesso al MIV e all'AIM:

¹¹⁰ O qualora si abbia ragione di ritenere che possa essere messa in pericolo la reputazione o l'integrità del mercato.

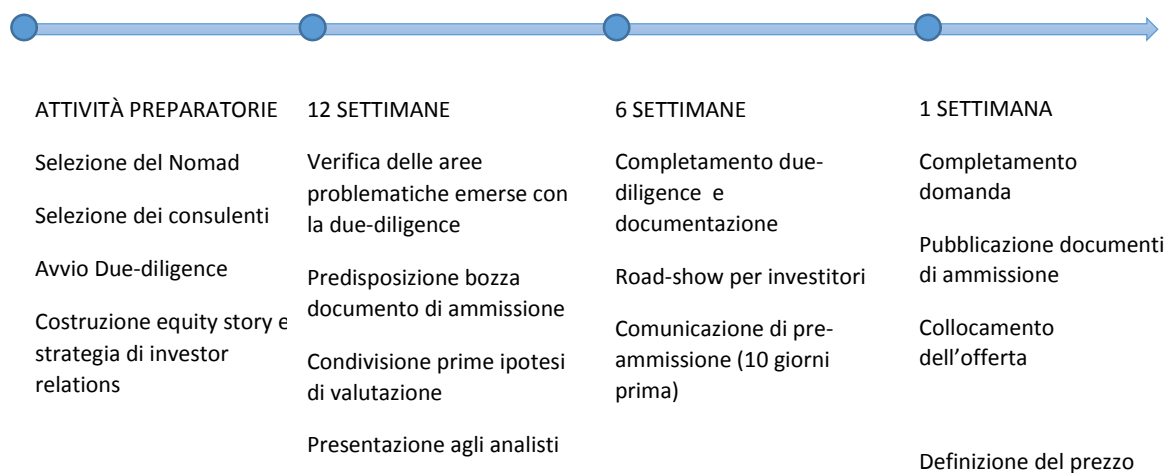
¹¹¹ Mercato Telematico Azionario.

¹¹² Sono tenuti a comunicare al mercato ogni informazione ritenuta price sensitive, così come previsto dalla regolamentazione della Consob (ad esempio operazioni rilevanti o con parti correlate, reverse takeovers ed operazione che abbiano come conseguenza una modifica sostanziale del business). È richiesta l'obbligo di disclosure delle variazioni che comportano una modifica relativamente alla partecipazione azionaria. È obbligatoria la pubblicazione delle relazioni semestrali e del bilancio d'esercizio, i quali devono essere sottoposti a revisione legale dei conti. Tutte le informazioni relative alla società devono essere presentate obbligatoriamente anche in un sito internet dal momento dell'ammissione alle negoziazioni e i documenti dovranno essere gratuitamente consultabili attraverso esso.

	MIV	AIM ITALIA
MERCATO REGOLAMENTATO	✓	✗
INVESTITORI	<ul style="list-style-type: none"> • Istituzionali • Retail (escluso segmento SIV) 	<ul style="list-style-type: none"> • Istituzionali • Retail (solo mercato secondario)
CAPITALIZZAZIONE	€ 40 mln (€ 25 mln per i fondi chiusi mobiliari)	€ 10 mln
FLOTTANTE	25% - 35%	Min 10%
BILANCI CERTIFICATI	3 (se esistenti)	1
PROSPETTO INFORMATIVO	✓	✗ (Documento di Ammissione)
INVESTMENT POLICY	✓	✓
TRACK RECORD DEL MANAGEMENT	✓ (almeno 3 anni)	✓ (almeno 3 anni)
AMMINISTRATORI INDIPENDENTI	<ul style="list-style-type: none"> • Obbligatorio per Investment Companies e REIC • Raccomandato per SIV e Fondi Chiusi 	Nessun requisito formale
PRINCIPALE ADVISOR	Sponsor/Global Coordinator	Nomad
SPECIALISTA	✗ (richiesto solo per Fondi Chiusi)	✓

Fonte: Borsa Italiana – London Stock Exchange, *Give the right direction to your investment vehicle. MIV – il mercato degli Investment Vehicles, Gennaio 2011.*

PROCESSO DI AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI



Fonte: Borsa Italiana-London Stock Exchange, *AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, Settembre 2012.*

LA STRUTTURA

Come prima descritto, la prima SPAC a comparire nel mercato italiano è stata “Italy1 Investment S.A.”, una società lussemburghese, quotata nel MIV il 27 gennaio 2011.

È stata seguita, il 27 giugno dello stesso anno, da “Made in Italy 1 S.p.A.”, la prima SPAC di diritto italiano e la prima SPAC italiana a quotarsi nell’AIM. Nello stesso mercato sono state ammesse alle negoziazioni “Industrial Stars of Italy S.p.A.” il 22 luglio 2013 e “Green Italy 1 S.p.A.” il 27 dicembre 2013.

Nel MIV, invece, si è quotata solamente un’altra SPAC, cioè “Space S.p.A”, ammessa alle negoziazioni il 12 dicembre 2013.

Le SPAC di diritto italiano sono accomunate tra loro da alcune caratteristiche strutturali che le distinguono dalle SPAC americane, a cui si avvicina maggiormente Italy 1 Investment S.A..

Nell’esperienza italiana la SPAC viene costituita sotto forma di società per azioni e, per molti aspetti, ne prende a prestito la disciplina.

Si è notato che quasi tutte le SPAC italiane sono SPAC cosiddette “generaliste” in quanto non specificano la *industry* di riferimento¹¹³, tranne Green Italy 1 che ha identificato come settore target quello della “green economy”.

Tutte e cinque le strutture hanno avuto come obiettivo un’operazione “di minoranza”¹¹⁴, a differenza di quanto richiesto dalla struttura americana che prevede l’obbligo di effettuare operazioni che riguardino un *controlling interest*.

Per quanto attiene l’esperienza italiana si sono registrati volumi di raccolta, in sede di IPO, relativamente limitati, in cui la maggiore ha raccolto 150 milioni di euro (Italy 1 Investment) e la più piccola 35 milioni di euro (Green Italy 1). Si è registrato un volume più elevato di proventi dell’IPO per SPAC quotate nel MIV rispetto a SPAC quotate nell’AIM Italia.

¹¹³ Sono esclusi settori quali: operazioni di turnaround, real estate ed early stage. Tuttavia, per la quotazione nel mercato AIM è necessario che venga presentata la politica di investimento della SPAC e questa deve contenere:

- Il tipo di settore (o settori) di business, l’area geografica (o aree geografiche) e il tipo di attività o società nelle quali può investire (tutto ciò è presente nei prospetti delle SPAC italiane quotate sull’AIM ma non sono aspetti trattati in maniera specifica);
- I mezzi o la strategia con i quali perseguire tale politica;
- La posizione che intende prendere nell’investimento, cioè se vuole operare come soggetto attivo o passivo e la durata della posizione;
- Il livello di diversificazione degli investimenti e il limite massimo per ognuno di essi;
- La politica in materia di partecipazioni reciproche e di indebitamento.

¹¹⁴ Tuttavia, non è loro preclusa la possibilità di effettuare transazioni finalizzate all’acquisizione di un controlling interest.

Il termine temporale concesso per il *closing* è in genere di 24 mesi, anche se per due SPAC questo termine riguarda l'annuncio, mentre sono concessi ulteriori dodici mesi per la conclusione della business combination.

In linea con gli ultimi trend internazionali che hanno coinvolto questo strumento, i proventi dell'IPO segregati sono risultati essere il 99% ed il 100% del totale raccolto. Si è notato, inoltre, che i proventi del reinvestimento dei fondi segregati sono lasciati a disposizione degli amministratori per la gestione corrente della SPAC. Solamente in Italy 1 Investment è posto un limite a questa discrezione, prevedendo che, nel caso in cui i proventi necessari per il working capital siano superiori rispetto ad una certa soglia¹¹⁵, è necessaria un'autorizzazione da parte dell'assemblea per la disposizione degli stessi.

Le maggiori differenze strutturali si sono verificate relativamente agli schemi remunerativi dei promoters, specificatamente si è visto come Italy 1 Investment abbia maggiori punti di contatto con quanto previsto per le SPAC americane, mentre le altre SPAC italiane ne siano molto distanti, nonostante presentino caratteristiche simili tra loro.

Le SPAC quotate sull'AIM presentano una peculiarità relativa agli schemi remunerativi. Il capital at risk dei promotori, infatti, è versato attraverso la sottoscrizione di azioni speciali che si trasformano in azioni ordinarie in conseguenza all'apprezzamento degli strumenti finanziari detenuti dagli investitori. Il rapporto di conversione generalmente è 7:1.

La caratteristica comune è rappresentata dal fatto che tutte le società di diritto italiano prese in esame si avvalgono dell'intermediazione di un veicolo soggetto IRES per la detenzione delle azioni. La motivazione di questa situazione è da individuare nel regime della *participation exemption*¹¹⁶ cui sono sottoposti i soggetti IRES.

In generale tutte le azioni detenute dai promotori a seguito della maturazione della loro remunerazione, sono soggette ad un periodo di *lock-up*¹¹⁷.

¹¹⁵ Individuata in 3 milioni di euro.

¹¹⁶ È individuato dall'art. 87 del TUIR (DPR 917 del 22/12/1986) il quale afferma che “non concorrono alla formazione del reddito imponibile (IRES) in quanto esenti nella misura del 95 per cento le plusvalenze realizzate [...] relativamente ad azioni o quote di partecipazioni in società ed enti [...] con i seguenti requisiti:

- Ininterrotto possesso dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione considerando cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente;
- Classificazione nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso;
- Residenza fiscale della società partecipata in uno Stato o territorio [...];
- L'esercizio da parte della società partecipata di un'impresa commerciale secondo la definizione di cui all'art. 55 [...]

¹¹⁷ Non possono essere oggetto di vendita o costituite in garanzia.

Si è notato che nessuna ha fatto ricorso allo strumento del trust ma che è stato utilizzato un deposito vincolato presso un istituto di credito. La funzione svolta è la stessa, cioè la separazione di una somma rispetto al patrimonio generale della società, tuttavia i depositi vincolati a differenza dei trust, possono essere oggetto di rivalsa da parte dei terzi.

In merito all'IPO, i collocamenti di tutte e cinque le SPAC sono indirizzati ad investitori professionali e nessuna offerta è stata effettuata nei confronti di investitori retail. Inoltre, è stato sempre specificato un *range di raccolta* cioè la cifra obiettivo che si intende raccogliere attraverso l'PO. Questo comporta che il capital at risk del management team della SPAC deve essere elastico per non sbilanciarne la retribuzione¹¹⁸, dato che spesso a consuntivo si registra una cifra inferiore rispetto all'obiettivo. Inoltre, se nell'assemblea di approvazione alcuni investitori non hanno votato in favore di essa ma è stata comunque approvata, questi sono titolari del diritto di recesso ma la liquidazione della quota avverrà solo al momento del perfezionamento della business combination.

Sia che le SPAC vengano quotate nell'AIM Italia o nel MIV, sono richiesti dei documenti iniziali¹¹⁹ il cui contenuto è individuabile in tre sezioni principali: i risk factors per gli investitori, la descrizione dei meccanismi societari e la presentazione della politica d'investimento e delle caratteristiche ricercate in una potenziale target company.

Per quanto attiene ai risk factors, questa sezione riguarda la presentazione della totalità dei rischi nei quali può incorrere un soggetto, investendo in titoli di SPAC. La prassi sviluppatasi in Italia è quella di raccogliere in tale sezione il numero maggiore di rischi (anche quelli nei quali è raro che si incorra) in modo che l'emittente sia protetto legalmente da eventuali ricorsi da parte di investitori.

Solitamente vengono presentati i fattori di rischio specifici relativi all'emittente, al settore di attività e agli strumenti finanziari offerti.

In riferimento alle caratteristiche della target company, un esempio è rappresentato da quanto elencato nel prospetto di IPO presentato da Space S.p.A.:

- “Società con una storia di successo;
- Società con forte presenza o ambizioni di crescita internazionale;

¹¹⁸ Si ricorda che il capital at risk rappresenta la somma versata dal management team per l'acquisto degli sponsor warrants. Nel caso in cui la cifra raccolta tramite IPO sia inferiore rispetto a quanto previsto, anche la remunerazione dei promoters sarà inferiore, in quanto calcolata solitamente come percentuale sul capitale della SPAC.

¹¹⁹ Prospetto informativo per il MIV e Documento di Ammissione per l'AIM Italia.

- Società con prospettive di crescita significative;
- Società con forte posizionamento competitivo nel proprio mercato;
- Società caratterizzate da un forte potenziale di generazione di cassa;
- Società con un management di comprovata esperienza;
- Società con un equity value indicativamente compreso tra 200 e 500 milioni”.

Fumagalli (2014) prevede una serie di aspetti critici che riguardano l’adattamento della struttura americana al contesto italiani. Essi sono individuati nei seguenti punti:

- Funzionamento del CdA;
- Maggioranze assembleari;
- Modalità attraverso le quali si assicura ai soci dissenzienti di tornare in possesso del proprio investimento;
- Operatività dei warrant cashless;
- Clausole di difesa dei promotori
- Applicabilità della disciplina che riguarda l’OPA obbligatoria.

Il funzionamento del CdA in una SPAC è soggetto a diversi interrogativi per quanto attiene all’esperienza italiana, in particolare si registrano differenze sostanziali a seconda che la quotazione avvenga sul mercato MIV o sull’AIM Italia.

Nel primo caso, uno dei requisiti per l’ammissione al MIV, richiede che nel Consiglio di Amministrazione della SPAC siano presenti, in numero adeguato, anche degli amministratori non esecutivi e indipendenti. Questo si è visto nelle due SPAC quotate finora in questo mercato cioè Italy 1 Investment S.A. e Space S.p.A.¹²⁰. Si è notato anche che molte SPAC, per limitare l’ingerenza di questi amministratori indipendenti, hanno costituito un comitato esecutivo composto esclusivamente da promoter a cui sono delegate le attività operative strettamente legate alla ricerca della target.

Il MIV richiede, inoltre, che venga predisposta una Politica di Gestione dei Conflitti di Interesse che è volta ad identificare i potenziali conflitti e a delineare le modalità secondo le quali questi dovranno essere gestiti¹²¹.

¹²⁰ Anche nelle SPAC quotate nell’AIM Italia sono presenti amministratori indipendenti, di solito uno per SPAC, anche a causa delle ridotte dimensioni di questi CdA.

¹²¹ La politica è frutto del fatto che ai promoters non è imposto di dedicarsi in via esclusiva alla gestione della SPAC.

Per quanto riguarda le maggioranze richieste in assemblea esse si diversificano, anche in questo caso, a seconda che la società sia quotata nell'MIV o nell'AIM. La quotazione nel MIV segue le disposizioni di legge e richiede un quorum deliberativo dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea e un quorum costitutivo del 20% del capitale.

Nell'AIM, invece, il quorum deliberativo richiesto è di due terzi del capitale e almeno un terzo rappresentato in assemblea e il quorum costitutivo è di un terzo del capitale¹²².

Dunque a differenza del caso americano, non sono richieste percentuali specifiche della SPAC per le deliberazioni, in quanto seguono la disciplina generale. È, invece, posta dallo Statuto della SPAC una soglia relativa al numero massimo di azionisti dissenzienti nell'assemblea di approvazione della business combination. Tale soglia sembra che possa essere giustificata soprattutto dal fatto che, nel caso vi fossero azionisti dissenzienti in misura rilevante, la consistenza del deposito vincolato potrebbe essere compromessa, in particolare in ottica di closing della business combination. Per ovviare a questo problema si è assistito, ad esempio in Space S.p.A. alla conclusione di patti parasociali rappresentati da accordi vincolanti al voto positivo da parte di molti soci.

Relativamente al diritto di ottenere una quota del valore del fondo vincolato nel caso di dissenso alla business combination, tale facoltà è disciplinata secondo le norme che regolano il diritto di recesso del socio (ex art. 2437 cc). La maggiore implicazione che ne deriva riguarda il fatto che i soci dissenzienti non sono più solamente coloro che hanno votato contro l'operazione, ma anche gli assenti all'assemblea.

Per le SPAC quotate nel MIV 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 di approvazione dell'operazione. Questo può comportare che tale prezzo potrebbe essere molto diverso dal valore pro-quota del trust. Per ovviare a ciò sono stati previsti schemi di liquidazione alternativi, la cui scelta è riservata all'azionista.

Sull'AIM, invece, il corrispettivo di liquidazione è stabilito “dagli amministratori tenuto conto della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato”. La disciplina del diritto di recesso per le società non quotate su un mercato regolamentato, poi, attribuisce agli amministratori la facoltà di stabilire criteri diversi dai precedenti.

¹²² Riguardano solo le società che non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio.

Con riferimento alle prospettive reddituali, nella determinazione della quota di recesso, al socio è negata la possibilità di far valere i benefici derivanti dall'attività post fusione alle quali rinuncia dichiarandosi dissenziente.

La data di valutazione deve essere la più recente possibile.

In merito ai warrant cashless, cioè la possibilità di ottenere azioni ordinarie a fronte di nessun versamento in denaro, sembra che questa facoltà sia discutibile nell'ordinamento italiano. Sono stati così previsti dei warrant "quasi" cashless che richiedono il versamento di una somma irrisoria per l'ottenimento delle azioni ordinarie¹²³.

Le clausole di difesa dei promotori riguardano la situazione in cui in un'IPO siano previsto *reverse earn out*¹²⁴ nel caso non vengano raggiunti gli obiettivi reddituali preventivati, al fine di attirare l'investitore nell'affare. È un diritto che non viene riconosciuto ai sottoscrittori iniziali (dell'IPO), perché sarebbe richiesta la loro identificazione e inoltre, questi potrebbero aver venduto le azioni prima dell'effettuazione della business combination. Il diritto a ricevere un reverse earn out deve, per questi motivi, ritenersi attaccato alle azioni e la sua circolazione segue i trasferimenti azionari¹²⁵.

Con riferimento ai promotori, essendo la SPAC una struttura che nasce per loro iniziativa, sarebbe incoerente che questi vengano estromessi dal management team. Inoltre, essendo che, come detto, le SPAC ricalcano la disciplina delle società per azioni, il CdA viene nominato per un periodo di tre anni, dunque superiore alla durata della SPAC stessa. Tuttavia, nel caso in cui i soci revochino uno o più amministratori o ne riducano l'influenza nel CdA sono previste clausole che prevedono una corresponsione di un "premio" ai promotori estromessi¹²⁶.

Per tutelarsi, inoltre, i promotori spesso negoziano il loro ruolo nell'entità post-business combination, e solitamente si tratta di un ruolo all'interno del CdA. Così facendo fungono

¹²³ In generale l'importo si aggira attorno al decimo di euro. Space S.p.A. ha però previsto dei warrant cashless. Con questo strumento il numero frazionario di azioni ottenute è determinato dalla formula:

$$N = \frac{\text{Prezzo di mercato azioni} - \text{Prezzo strike}}{\text{Prezzo di mercato azioni} - \text{Prezzo esercizio}}$$

Il prezzo di esercizio non viene determinato a priori ma viene lasciata la libertà agli organi sociali di specificarlo successivamente.

¹²⁴ Per reverse earn out si intende la restituzione di parte della somma da essi versata al momento dell'investimento, cioè parte del prezzo di vendita delle azioni, corrisposto alla sottoscrizione.

¹²⁵ Anche in questo caso sono stati previsti diversi meccanismi di esercizio di questo diritto. Ad esempio, per Made in Italy 1 si è stabilito che il reverse earn out non venga corrisposto tramite un esborso monetario ma attraverso la diluzione della quota della target post-fusione.

¹²⁶ Sono clausole che ricalcano la *good leaver* del private equity.

anche da garanzia per gli investitori che il progetto stilato pre-business combination venga portato avanti.

È, poi, necessario specificare che la SPAC italiana, in quanto società quotata in un mercato regolamentato o in sistema multilaterale di negoziazioni¹²⁷ è soggetta alla disciplina dell'OPA obbligatoria¹²⁸.

LE PERFORMANCE

Le performance delle SPAC italiane seguono il pattern delineato nell'esperienza americana¹²⁹.

Nel periodo che intercorre tra l'IPO e l'annuncio della business combination, i volumi di scambio di riducono ed il prezzo delle azioni si allinea con il valore dei fondi depositati, che rappresenta la somma ottenibile in questo periodo nell'ipotesi di liquidazione della società.

All'annuncio della business combination, come detto, si possono avere due differenti reazioni a seconda che il mercato approvi o meno l'operazione. Nel caso in cui il mercato ritenga che la business combination con la target identificata sia redditizia, i titoli della SPAC cominciano ad apprezzarsi, mentre, nell'ipotesi contraria il prezzo dei titoli si aggira attorno al valore del deposito vincolato, con una variabilità elevata.

In riferimento ai warrant, il prezzo di mercato è stabile fino all'annuncio dell'operazione¹³⁰, successivamente comincia ad aumentare in maniera importante. Tuttavia, se è previsto un *cap* all'esercizio dei warrant, si ricorda che, nel caso in cui il prezzo dell'azione raggiunga il cap, questo deve essere esercitato. Di conseguenza, il valore del warrant non può superare la differenza tra prezzo strike e il prezzo di esercizio (o prezzo di sottoscrizione).

¹²⁷ L'imposizione non deriva dalla legge ma è l'AIM che richiede di adottare volontariamente tale disciplina.

¹²⁸ Si ricorda che "l'offerta pubblica di acquisto è obbligatoria quando un soggetto (anche in concerto con altri) venga a detenere a seguito di acquisti a titolo oneroso una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%. In tale caso, il legislatore impone di offrirsi come acquirente per l'intera quantità delle azioni residue (OPA obbligatoria totalitaria). L'OPA obbligatoria è uno strumento offerto dal legislatore per consentire agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni." – Borsa Italiana, Cos'è un'OPA?, 24/02/2006 <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>. Si rimanda all'art. 105 del Testo Unico della Finanza per l'intera normativa.

¹²⁹ Le SPAC che hanno effettuato una business combination e per cui sono osservabili i prezzi dei titoli, successivamente all'efficacia della fusione, sono due: Made in Italy 1 S.p.A. e Italy 1 Investment S.A.. Le fusioni di Industrial Stars of Italy e Space avranno efficacia a partire rispettivamente dai primi giorni di luglio 2015 e dal 1 giugno 2015.

¹³⁰ In generale il prezzo si assesta attorno alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione e il prezzo strike (cioè il prezzo di esercizio).

6. ANALISI DELLE SPAC ITALIANE: ASPETTI ISTITUZIONALI E PERFORMANCE

Il fine ultimo di quest'analisi consiste nella comparazione tra la struttura di SPAC italiana e il modello americano, così da verificarne l'applicabilità.

Si utilizzerà, come benchmark, lo studio condotto da Lakicevic, Sachmurove e Vulcanovic (2014) "Institutional Changes on Specified Purpose Acquisition Companies".

Gli autori hanno analizzato la struttura delle SPAC statunitensi, individuandone le caratteristiche principali e la loro evoluzione nel tempo. Hanno, poi, continuato lo studio verificando quali determinanti risultano incidere sulla probabilità e sul successo della business combination.

Nella mia analisi procederò individuando le caratteristiche istituzionali delle cinque SPAC italiane esistenti al 16 giugno 2015, per poi confrontarle agli outcomes ottenuti per le SPAC americane.

"INSTITUTIONAL CHANGES OF SPECIFIED PURPOSE ACQUISITION COMPANIES (SPAC)"

Lo studio condotto da Lakicevic, Sachmurove e Vulcanovic prende in considerazione tutte le SPAC americane poste in essere nel periodo che va dal 2003 al 2012¹³¹.

Lo studio osserva l'evoluzione nel tempo delle seguenti determinanti:

1. numero di promoters;
2. età dei promoters;
3. compensazione degli underwriters in percentuale ai proventi lordi dell'IPO;
4. ammontare delle somme raccolte con l'IPO e differite fino al momento della business combination;
5. proventi lordi dell'IPO;
6. proventi depositati nel trust e segregati fino al momento della business combination o della liquidazione;

¹³¹ I dati dal 2003 al 2008 sono ripresi dal lavoro di Jerkingson e Sousa.

7. prezzo di esercizio dei warrant, così come stabilito al momento della pubblicazione dei prospetti pre-IPO;
8. numero di warrant emessi per unit;
9. prezzo d'offerta delle units al momento dell'IPO;
10. numero di underwriters;
11. "qualità" dell'underwriter principale;
12. market sentiment;
13. percentuale di voti dissenzienti richiesta per bloccare l'operazione e causare la liquidazione della SPAC¹³².

A queste caratteristiche, gli autori aggiungono ulteriori variabili che si ritiene possano essere determinanti alla fine del successo della business combination, e si testa il loro impatto sul successo della business combination attraverso una regressione logistica. Tra queste, ad esempio:

- la precedente esperienza dei fondatori in blank-check companies;
- la precedente esperienza dei fondatori in SPAC;
- l'esperienza dei fondatori nel private equity;
- l'esperienza dei fondatori nel venture capital;
- la presenza di istituzioni o il supporto da parte delle stesse nella fase di finanziamento della SPAC;
- il coinvolgimento della banca di investimenti EarlyBirdCapital tra gli underwriters;
- il coinvolgimento delle banche di investimenti Citigroup e Morgan Joseph;
- il numero di warrant acquistati dai promoters prima dell'IPO e depositati nel trust;
- la dimensione della SPAC, in termini di proventi lordi da quotazione;
- il tempo trascorso tra l'IPO e il momento dell'annuncio della target e della business combination;
- la situazione del mercato delle IPO;
- la volatilità dei mercati;
- la situazione delle "Small Stocks";
- il focus su un settore specifico o una determinata area geografica;
- alcune variabili che riguardano la collocazione della target in Paesi esteri (rispetto agli USA).

¹³² Qui si assume non ci sia ulteriore tempo per identificare un'altra target company e strutturare un'altra operazione.

Si è visto che in media le SPAC sono costituite da un team composto da 5,91 imprenditori con un'età media di 50,59 anni.

Per quanto attiene ai proventi raccolti con l'IPO, in media essi si aggirano attorno ai 128 milioni di dollari, con la più piccola IPO che ha raccolto 7,88 milioni di dollari, mentre la più grande ha registrato 1,035 miliardi di dollari.

Di questi proventi, circa il 97% è stato depositato in un trust a garanzia dell'investimento.

Il prezzo medio d'offerta delle units al momento dell'IPO è di 8,88 \$, ma questo è cresciuto nel tempo partendo da un prezzo minimo di 6\$, crescendo ad 8\$ per poi, recentemente, assestarsi a 10\$.

Una unit è costituita da un'azione ordinaria e 1,3 warrant, e lo strike price di questi warrant si aggira attorno ai 6,30\$, nel caso la business combination sia conclusa con successo.

In riferimento agli underwriters, il numero medio di soggetti partecipanti all'IPO è di 3,47, ben inferiore rispetto ad una tradizionale IPO (solitamente 4 volte superiore).

In media, poi, questi applicano una provvigione del 6,88% dei proventi lordi della quotazione e, di questa, il 2,30% viene differita al momento della business combination.

Si è visto che al percentuale massima di investitori dissenzienti che possono richiedere la conversione dell'azione con un pro-rata del valore del trust è di circa 32,35%.

Un'altra importante caratteristica è rappresentata dal capital at risk, cioè dalle somme impiegate dai promoters per acquistare warrants, come pre-committment all'operazione. Questi in media sono 2,44 milioni di dollari.

Nello studio si è visto, inoltre, che alcune variabili si differenziano dal primo (2003-2006) al secondo periodo (2006-2008) di analisi. In particolare, nel primo periodo si sono viste SPAC con un minore numero di promoters. Nel secondo periodo il numero di promoters è aumentato, così come la dimensione delle SPAC, che sono risultate essere 2,5 volte più grandi del primo periodo e 2,7 volte più grandi del terzo periodo (2008-2011). Le ragioni di questo sono identificabili nel fatto che nel primo periodo questo strumento era appena stato introdotto e non godeva ancora della fiducia degli investitori, considerando anche il fatto che non era quotato nei principali mercati regolamentati; mentre, ciò che ha maggiormente influito sulle dimensioni registrate nel terzo periodo è stata la crisi finanziaria che ha avuto impatti rilevanti sul mercato.

Nel tempo si è assistito anche ad una riduzione del numero di underwriters nelle IPO delle SPAC, e questo fa propendere per l'ipotesi di maggior specializzazione. Allo stesso tempo la remunerazione di questi soggetti ha subito una diminuzione consistente, mentre la percentuale di provvigioni differita ha registrato un graduale aumento.

Per quanto riguarda la percentuale di proventi depositati nel trust, si è notato un progressivo aumento dal 93% del primo periodo al 101% nel secondo periodo (con vincolo anche sugli interessi maturati dal reinvestimento dei fondi depositati nel trust).

In riferimento alle units, nel primo periodo queste erano formate, in media, da un'azione ordinaria e 1,62 warrant, mentre nel secondo periodo erano composte da un'azione ordinaria e 0,92 warrant. Si è, invece, assistito ad un progressivo incremento sia nel prezzo di esercizio dei warrant, sia del prezzo di offerta delle units.

Si è visto, poi, che i promoters della SPAC hanno via via aumentato il loro "commitment" nel processo attraverso l'apporto di capital at risk maggiori.

Il risultato della regressione, invece, ha evidenziato come le variabili rilevanti ai fini del successo della transazione siano, in realtà, un numero molto limitato.

Si ipotizzava che team più numerosi promoters avessero un impatto positivo sulle probabilità di fusione, grazie al fatto che questi soggetti, aggregandosi, portavano in dote alla società la loro esperienza cumulata e i loro network di relazioni. Questo è stato confermato dalla regressione. Inoltre, solitamente, un soggetto che opta per l'investimento in SPAC è motivato dalla reputazione di cui godono questi soggetti e dalla fiducia che lo stesso ripone nelle capacità del management team di eseguire la business combination.

L'età, invece, non è risultata incidere sugli outcomes della fusione.

Al contrario, l'esperienza in precedenti blank-check companies e SPAC aumenta la probabilità di esecuzione della business combination. Ad esempio, Tran (2012) ha visto come l'esperienza in strutture simili apporti un maggior valore per gli azionisti. Inoltre, si è visto che, quando in una SPAC sono presenti soggetti con questo tipo di esperienza, l'annuncio della target e della business combination avviene in tempi più brevi rispetto a SPAC che non ha questo tipo di esperienza nel proprio management team.

Non sembrano, invece, esercitare un'influenza rilevante le precedenti esperienze in private equity o venture capital.

Un altro fattore determinante è individuabile nella volatilità del mercato. Si è ipotizzata e verificata una relazione positiva che lega la volatilità del mercato e il ricorso alle SPAC. Come spiegato nei precedenti capitoli, la SPAC è ritenuta essere un investimento alternativo a strumenti che registrano performance non soddisfacenti a causa di un'elevata volatilità del mercato.

Un'ulteriore conferma di questa caratteristica arriva dall'indice relativo alle Small Cap. Anche in questo caso, se l'indice aumenta, la probabilità che la SPAC concluda una fusione diminuisce.

Si è notato, inoltre, come le SPAC che individuano il settore e/o l'area geografica all'interno dei quali intendono ricercare la target company, abbiano più probabilità di porre in essere un'operazione di fusione e ottenere risultati migliori. Questo perché dedicano il loro tempo ad un numero limitato di società.

Un altro importante fattore si è visto essere il tempo trascorso tra la data di IPO e la data di annuncio della target company. È risultata esserci una relazione negativa tra questa variabile e la probabilità di esecuzione della transazione. Questo perché la SPAC è un veicolo di investimenti che nasce con una durata predeterminata, in media di 24 mesi, e nel caso in cui la maggioranza o la quasi totalità di questo tempo sia dedicata alla ricerca della target e alla strutturazione di una business combination adeguata, non viene lasciato sufficiente tempo per porre in essere le azioni programmate e quindi dare esecuzione alla fusione.

Altre due variabili che sono risultate significative ai fini degli outcome della fusione sono state la presenza di EarlyBirdCapital tra gli underwriters e il fatto di aver dichiarato nei prospetti relativi all'IPO la volontà di eseguire una fusione con società con sede in Cina, ed entrambe le variabili incidono positivamente sul risultato dell'operazione. Nel primo caso la motivazione deriva dalla reputazione della banca di investimenti, essendo stata la prima a sottoscrivere IPO di una SPAC. Nel secondo caso, invece, dipende dal fatto che le società private cinesi prediligono l'accesso al mercato americano.

LE SPAC ITALIANE

Aspetti istituzionali

Nel caso delle SPAC italiane, il percorso seguito in questa elaborazione ha previsto come primo step la raccolta delle caratteristiche istituzionali rilevanti ai fini del confronto con il

modello americano. Sono state prese in considerazione le cinque SPAC quotate al 16 giugno 2015, di cui due hanno terminato il percorso di investimento fino al completamento della fusione e due hanno annunciato la target company e la business combination¹³³. L'ultima società è ancora nella fase di identificazione della target.

In particolare le determinanti analizzate sono state:

- il numero di fondatori, l'età media e la loro esperienza;
- il numero di amministratori indipendenti presenti nel CdA;
- la data di ammissione alle negoziazioni, la data di annuncio della target company e la data di efficacia della fusione;
- la dimensione della SPAC in termini di proventi lordi da quotazione;
- la percentuale di questi proventi segregata e il tipo di conto utilizzato;
- le banche d'investimento, la loro remunerazione (in percentuale ai proventi dell'IPO) e la parte differita;
- la composizione del capitale post IPO;
- lo sponsor equity ed eventualmente il capital at risk;
- il rapporto di conversione delle azioni speciali;
- la modalità di esercizio dei warrant, il rapporto di conversione, il loro prezzo di esercizio e il cap;
- il prezzo delle unit offerte e la loro composizione;
- il tipo di operazione strutturata e le modalità di esecuzione;
- l'eventuale specificazione di settore o area geografica in cui effettuare la ricerca della target;
- il tempo trascorso tra l'IPO e l'annuncio della target;
- i patti parasociali, eventuali accordi di lock-up ed earn-out previsti;
- il tipo di assemblea per l'approvazione dell'operazione, le maggioranze previste e la soglia massima di recessi;
- il valore di liquidazione nel caso di recesso;
- il numero di fondatori presenti nel CdA della società risultante dalla fusione;
- l'indice di borsa di riferimento.

Le precedenti caratteristiche sono riportate nella tabella di seguito esposta.

¹³³ La fusione di ISI sarà efficace dai primi giorni di luglio 2015, mentre quella di Space dal 1 giugno 2015.

	ITALY 1 INVESTMENT SA	MADE IN ITALY 1 SPA	INDUSTRIAL STARS OF ITALY SPA	SPACE SPA	GREENITALY 1 SPA
TIPO DI SOCIETA'	Société anonyme	Società di investimento	Società per azioni	Società per azioni in forma di SIV	Società per azioni
MERCATO	MIV segmento SIV	AIM ITALIA	AIM ITALIA	MIIV segmento SIV	AIM ITALIA
AMMISSIONE ALLA QUOTAZIONE	27/12/2010	19/05/2011	18/07/2013	13/12/2013	20/12/2013
INIZIO NEGOZIAZIONI	27/01/2011	27/06/2011	22/07/2013	18/12/2013	27/12/2013
DURATA SOCIETA'	2050	30/06/2013 (se anteriore, 24 mesi dopo ammissione negoziazioni)	31/12/15 (se anteriore, 24 mesi dopo ammissione negoziazioni)	31/12/15 (se anteriore 24 mesi dopo ammissione negoziazioni)	31/12/15 (o 24 mesi dall'ammissione alle negoziazioni sull'AIM)
ACQUISITION PERIOD	24 mesi	24 mesi	24 mesi	24 mesi	24 mesi
INCORPORATION PERIOD (closing)	36 mesi	/	/	6 mesi (se firmato accordo nei 24)	/
CAPITALE SOCIALE	Costituzione: 35.000 € (3.750.000 azioni speciali 1/3 classe B1, 1/3 classe B2, 1/3 classe B3)	120.000 € (12.000 azioni ordinarie)	Costituzione: 120.000 € (120.000 azioni ordinarie), data documento di ammissione: 150.000 € (150.000 azioni ordinarie)	120.000 € (25.000 azioni ordinarie)	120.000 € (120.000 azioni ordinarie)
NUMERO FONDATORI	4	3	2	1	8
PROMOTORI	Vito Gamberale, Roland Berger, Carlo Giovanni Mammola, Florian Lahnstein, Gero Wendenburg	Luca Giacometti, Matteo Carlotti, Simone Strocchi	Giober S.r.l. e Spaclab S.r.l.	Space Holding S.r.l.	Idea Capital Fund SGR S.p.A, Vedogreen S.r.l., LH s.s., IR TOP S.r.l., Anna Lambiase, Matteo Carlotti, Xabek Investimenti S.r.l., Francesco Pintucci

PERSONE FISICHE COINVOLTE NELLE SOCIETA' PROMOTRICI	/	/	Giovanni Cavallini, Attilio Francesco Arietti, Matteo Tiraboschi	Sergio Erede, Roberto Italia, Gianni Mion, Carlo Pagliani, Edoardo Subert	Anna Lambiase, Matteo Carlotti, Francesco Pintucci
ETA' MEDIA FONDATORI	59,8	49,7	59,3	60,6	49,7
ESPERIENZA FONDATORI	Private equity e altri fondi, società partecipate pubbliche, investment banking	Private equity	Consulenza strategica, M&A, private equity, ristrutturazioni aziendali	M&A e securities transactions, Private equity, CFO, AD, investment banking, Financial advisory	SPAC, private equity, finanza per la green economy
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI IN CDA	5	1	1	3	1
BANCA D'INVESTIMENTO	BANCA IMI SPA, JP MORGAN SECURITIES LTD, EQUITA SIM SPA	CENTROBANCA SPA, INTERMONTE SIM SPA	UBI BANCA SCpA	MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY	INTERMONTE SIM SPA, ADVANCE ADVISOR SPAC specialist
NOMAD/SPECIALIST o SPONSOR	BANCA IMI SPA	CENTROBANCA SPA	UBI BANCA SCpA	EQUITA SIM SPA	INTERMONTE SIM
REMUNERAZIONE BANCA (UF)	1.125.000 € (0,75%)	825.000 € (1,65%)	1.115.250 € (2,2%)	2.925.000 € (2,25%)	880.000 € (2,51%)
REMUNERAZIONE DIFFERITA (DUF)	4.125.000 € (2,75%)	685.000 € (1,37%)	604.000 € (2% collocamento strumenti fusione)	(2,25%) al netto dei recessi e delle opzioni di vendita riallocate	956.250 € (2,73%)
PREZZO UNIT	10,00 €	10,00 €	10,00 €	10,00 €	10,00 €
PREZZO ESERCIZIO WARRANT	9,30 €	9,50 €	9,30 €	9,50 €, se distribuisce riserve 7,59 €	9,50 €
CAP	13,00 €	13,00 €	13,00 €	13,00 €, se distribuisce riserve è 10,39 €	13,30 €

TITOLI OGGETTO IPO	15.000.000 azioni ordinarie (classe A) e 20.000.000 warrants (di questi 5.000.000 sono sponsor warrants)	5.000.000 azioni ordinarie e 5.000.000 warrant	7.500.000 azioni con 7.500.000 warrant gratuiti (1 warrant ogni 2 azioni con la unit, e 1 warrant ogni 2 azioni agli azionisti che sono tali il giorno prima dell'efficacia dell'operazione rilevante)	13.000.000 azioni e 8.666.666 market warrant (2 warrant ogni 3 azioni) 4,33 mln negoziano subito e 4,33 mln dopo la business combination	35.000 azione ordinarie e 35.000 warrant
PROVENTI IPO	150.000.000 €	50.000.000 €	50.050.000 €	130.000.000 €	35.000.000 €
PROVENTI SEGREGATI	148.735.000 € (99,2%)	50.000.000 € (100%)	50.050.000 € (100%)	128.700.000 € (99%)	35.000.000 € (100%)
TIPO DI CONTO	Conto fiduciario fruttifero	Conto corrente vincolato	Conto corrente vincolato	Conti correnti vincolati con fiduciario SPAFID spa	Conto corrente vincolato
CAPITALE POST IPO	175.000 € di cui 15.000.000 azioni ordinarie e 3.750.000 azioni speciali B1, B2, B3	537.500 € di cui 5.000.000 azioni ordinarie e 150.000 azioni speciali	650.500 € di cui 5.005.000 azioni ordinarie e 150.000 azioni speciali	13.554.999 € di cui 12.999.999 azioni ordinarie e 460.000 azioni speciali	3.620.000 € di cui 3.500.000 azioni ordinarie e 120.000 azioni speciali
SPONSOR EQUITY	3.750.000 € azioni sottoscritte a 0,0093 € e convertibili 1:1 (19,93%)	150.000 azioni speciali sottoscritte a 10€, rapporto di conversione 1:7 (17,36%)	150.000 azioni speciali sottoscritte a 10 € da convertire 1:7 (17,34%)	460.000 azioni speciali a 10 € ciascuna con rapporto di conversione 1:1, con abbinati 652.500 warrant con rapporto di conversione 3:2 (21,90%)	120.000 azioni speciali, rapporto di conversione 1:7 - 1:1 in situazioni particolari (19,35%)
CAPITAL AT RISK	5.000.000 €	/	/	8.970.000 €	/
TERMINE TEMPORALE	26/08/13	30/06/2013	22/07/2015	18/12/15	27/12/2015
RAPPORTO DI CONVERSIONE WARRANT	1:1	1:1	1:2	2:3 per investitori (1 con acquisto units all'IPO e uno se ancora azionista alla data antecedente quella dell'efficacia della BC), 3:2 per promoters	1:1

MODALITA' ESERCIZIO WARRANT	Cashless	Quasi cashless, (0,1 a warrant)	Quasi cashless (0,1€ a warrant), se condizione di accelerazione prezzo di sottoscrizione compreso tra 0,1 € e 4,65€	Cashless per market warrant, cash exercise per sponsor warrant (13€ per warrant)	Quasi cashless (0,1 € a warrant)
TARGET	IVS GROUP HOLDING SPA	SESA SPA	LU-VE SPA	F.I.L.A. SPA	/
TIPOLOGIA PAGAMENTO BC	Shares	Shares	Shares	Shares	/
FIRMA ACCORDO	12/12/12	15/10/12 revisionato il 24/10/12	26/01/2015	19-20 febbraio 2015	/
ANNUNCIO	02/03/2012	15/10/2012	26/01/2015	16/01/2015	/
TIPO OPERAZIONE	Fusione transfrontaliera. IVS viene incorporata dalla SPAC. Viene aumentato il capitale per l'emissione di azioni di Italy 1 Investment da assegnare ai soci di IVS. Le azioni di IVS vengono annullate senza concambio. Non sono previsti conguagli in denaro.	Fusione per incorporazione. Sesa Spa viene incorporata in Made in Italy1 Spa. Viene aumentato il capitale per l'emissione di azioni Made in Italy1 riservate ai soci Sesa. Le azioni di Sesa sono eliminate senza concambio. Non sono previsti conguagli in denaro.	Fusione per incorporazione di ISI in Lu-Ve spa (fusione inversa). Aumenti di capitale con emissione di azioni ordinarie, azioni speciali e azioni ordinarie a servizio dell'esercizio dei warrant. Vengono emessi warrant LU-VE per i titolari di warrant ISI. Annullamento azioni e warrant ISI.	Fusione per incorporazione di Fila in Space Spa. Acquisto da parte di Space delle azioni Fila dai soci di minoranza. Aumento di capitale per l'emissione di azioni di Space riservate ai socie Fila. Annullamento azioni Fila. Non sono previsti conguagli in denaro.	/

RAPPORTO DI CAMBIO FUSIONE	1:1	27 azioni (23 ordinarie 4 riscattabili) made in italy ogni 200 di sesa (tra 10,49 e 10,71)	1:1 per azioni e warrant emessi da LU-VE, tranne che per 1/3 dei warrant (2.502.500) che vengono attribuiti ai soggetti azionisti al giorno antecedente la data di effetti civilistici della fusione, un warrant ogni 2 azioni ordinarie ISI detenute dagli stessi	1:1 (tra 13,4414 se non distribuisce riserve e 16,8017 se distribuisce riserve)	/
FOCUS SU SETTORE	/	/	/	/	Green economy
FOCUS SU AREA GEOGRAFICA	/	/	/	/	/
TEMPO TRA IPO E ANNUNCIO	400 gg	475 gg	553 gg	394 gg	/
INDICE PMI	FTSE Italia SmallCap	FTSE Italia MicroCap	FTSE AIM Italia	FTSE Italia MicroCap	FTSE AIM Italia
LOCK-UP	Per Ivs partecipazioni 24 mesi dalla fusione, per fondatori 6 mesi per sponsor equity	ITH (azionista unico di sesa) per 3 anni dalla data di efficacia della fusione, made in italy 1 di 18 mesi dalla data di approvazione della bc	Finami, g4 e alcuni altri soci (di LU-VE) per 36 mesi dalla data di efficacia della fusione + per Finami e G4 impegno a detenere per 36 mesi in maniera costante il 66% delle azioni LU-VE in circolazione, soci di Finami e G4 28 mesi successivi alla fusione promoters ISI, 12 mesi dalla maturazione di ogni tranche	Pencil 18 mesi e VEI 6 mesi, Space holding per 12 mesi dall'efficacia della fusione	Per promotori 18 mesi dall'efficacia della fusione, riguardano le azioni ordinarie che derivano dalla conversione delle speciali

EARN OUT	/	10,15 mln € facoltà di riscatto se non si raggiungono al 30/04/13 20 mln € utile netto consolidato e 3,85 mln € se non si raggiungono al 30/04/14 24 mln € utile netto consolidato	/	/	/
WARRANT ACQUISTATI DA TARGET	/	1 mln € entro 31/12/14 da parte di ITH	/	/	/
PATTI PARASOCIALI	Sindacato di voto (57% del capitale deve votare a favore), accordi di lock-up, accordi nomine CdA	Accordi di lock-up	Accordi di lock-up e nomina CdA e accordi per la nomina del collegio sindacale	Accordi per la nomina cda e accordi di lock up	Accordi per la nomina componenti organi sociali
TIPO ASSEMBLEA	Straordinaria	Ordinaria e straordinaria (questa solo per progetto di fusione)	Straordinaria	Straordinaria	Straordinaria
QUORUM COSTITUTIVO	>= 50%	>= 50%	>= 50%	>= 50%	>= 50%
QUORUM DELIBERATIVO	2/3 voti espressi	2/3 voti espressi	2/3 voti espressi	2/3 voti espressi	2/3 voti espressi
SOGLIA MASSIMA DISSENZIENTI CON RICHIESTA RIMBORSO	35% delle azioni quotate in circolazione alla data assemblea	30% del capitale sociale	30% del capitale sociale	33% del capitale ordinario di Space Spa ed esborso complessivo <= 42.470.996,73	/
VALORE DI RECESSO	9,92€ per azione	9,95 € per azione	10,00 € ogni azione	9,90 € per azione + trasferimento a Space di 1 warrant ogni 3 azioni se esercitato prima dell'assemblea, oppure 9,928 € per azione se esercitato dopo assemblea	/

FONDATORI NEL CDA DELLA FUSA	3 (Gamberale, Mammola, Frey)	2 (Giacometti, Strocchi)	2 (Cavallini, Arietti)	3 (Erede, Italia, Mion)	/
EFFICACIA FUSIONE	16/05/2012	01/01/2013	Si prevede si concluda entro la prima metà di luglio 2015	01/06/2015	/

Fonti: elaborazione dati raccolti da www.ivsgroup.it, www.madeinitaly1.net, www.sesa.it, www.indstars.it, www.space-spa.it, www.fila.it, www.greenitaly1.it .

Come è possibile notare dalla tabella le SPAC italiane sono costituite in media da 3,6 promotori, e nelle ultime tre SPAC una percentuale elevata di fondatori, se non la totalità, è rappresentata da enti societari.

Nel caso di ISI e di Space, ad esempio, i promoters sono solamente società di capitali.

Il numero medio di fondatori è in linea con il risultato dello studio di Lakicevic, Sachmurove e Vulanovic i quali hanno ottenuto una media di 5,29 fondatori nell'intero periodo da loro considerato, tuttavia, il numero decresce a 4 per le SPAC formatesi dal 2009 al 2012.

L'età media delle persone fisiche che hanno contribuito alla formazione di questi veicoli societari è di 55,8, decisamente più alta dei 47,68 anni dei promoters nel contesto americano.

Per quanto riguarda la loro esperienza, invece, in Italia l'unico soggetto con esperienza pregressa in materia di SPAC è stato Matteo Carlotti, tra i fondatori di Made in Italy 1 e successivamente di GreenItaly1 del cui Consiglio di Amministrazione è tuttora presidente. Gli altri soggetti sono specializzati nel private equity, nella consulenza strategica, in M&A e ristrutturazioni aziendali, in investment banking e financial advisory.

Nonostante sia solamente il mercato MIV a prescrivere l'obbligo di nomina di amministratori non esecutivi nel CdA delle SPAC, questo fenomeno si è verificato anche nelle altre iniziative, registrando una media di 2,2 amministratori non esecutivi per società, il numero massimo (5) si è avuto in Italy1 Investment.

Per quanto riguarda i proventi raccolti con l'IPO e, di conseguenza, la dimensione della SPAC stessa, in media si sono raccolti 83,01 milioni di €, cifra inferiore alla media americana di 128 mln di \$. La differenza è motivata sia dalle dimensioni ridotte del mercato azionario italiano e delle aziende target, sia dal fatto che si tratta di uno strumento di recente introduzione nel mercato europeo, ma anche dal fatto che le dimensioni maggiori si sono registrate, negli USA, nel periodo tra il 2007 e il 2008, mentre, negli anni seguenti i proventi derivanti dall'IPO si sono ridotti significativamente.

La percentuale media di proventi depositati nel trust è maggiore per le SPAC italiane (99,6%) rispetto alle SPAC americane (97%), tuttavia risulta in linea con la percentuale media dell'ultimo periodo (101%).

Anche il prezzo di offerta delle units segue questo percorso, in quanto il prezzo medio di offerta negli USA è di 8,88 \$, mentre in Italia sono state tutte offerte a 10€. La lieve differenza si giustifica a causa del prezzo di offerta attorno ai 6\$ registrato nel primo periodo.

Le units delle SPAC italiane risultano composte da un'azione ordinaria e un warrant, tuttavia, quest'ultimo attribuisce il diritto ad ottenere 1,7 azioni in media. Il rapporto di cambio è di 1:1 per Italy 1 Investment, Made in Italy 1 e GreenItaly 1, ISI, invece, attribuisce 2 azioni ogni warrant più un'ulteriore nell'eventualità in cui si sia ancora azionisti della SPAC il giorno antecedente a quello di efficacia della fusione, lo stesso meccanismo regola i warrant di Space Spa che però vengono convertiti in rapporto 3:2 per quanto riguarda i market warrant, mentre il rapporto diventa 2:3 per gli sponsor warrant.

La media registrata dalle SPAC americane è di un'azione ordinaria e di 1,3 warrant, tuttavia, anche in questo caso, nell'ultimo periodo si è assistito ad una riduzione dei warrant gratuiti assegnati con le units.

Dal punto di vista delle modalità di esercizio dei warrant, mentre nel contesto americano la quasi totalità di essi è cashless, ovvero non è necessario che il detentore dell'opzione versi denaro per ottenere l'azione, in Italia la maggior parte delle SPAC ha previsto una modalità quasi cashless che richiede il versamento di 0,1€ per warrant.

Il prezzo medio di esercizio è di 9,4 € e si differenzia in misura rilevante dal dato americano (6,3\$). Anche in questo caso la causa, nel contesto americano, è da ricercarsi nell'evoluzione dei prezzi di esercizio nel tempo. Ad evidenza di ciò basti notare che lo strike price più basso (5,26\$) è stato registrato nel primo periodo, mentre quello più alto (10,12\$) si è avuto tra il 2009 e il 2012.

Questa situazione è, infatti, rappresentativa della tendenza, delineatasi recentemente nel mercato americano, di offrire sul mercato units composte da un numero minore di warrant, al fine di limitarne l'effetto di diluizione che creano nel caso vengano esercitati, con un corrispondente aumento dello strike price.

Analizzando le determinanti che caratterizzano gli underwriters (banche di investimento o società di intermediazione mobiliare in Italia), si è visto come il numero medio di partecipanti all'IPO di SPAC nel mercato italiano (2,2) sia inferiore rispetto al mercato statunitense (3,47), tuttavia, anche quest'ultimo mostra una tendenza alla diminuzione del coinvolgimento di tali soggetti.

Per quanto attiene alla remunerazione ad essi spettante, questo dato viene spesso rapportato ai proventi lordi derivanti dalla quotazione, ed, anch'esso, è stato oggetto di una riduzione significativa. Negli USA la remunerazione media si assesta attorno al 6,88%, ma ha registrato

un progressivo decremento, passando dal 7,43% del primo periodo al 4,73% dell'ultimo, in linea con quanto visto nel contesto italiano (4.1%).

La quota di provvigione differita al momento della business combination rappresenta un 2.3% nel contesto americano e un 2.2% in quello italiano.

Anche con riferimento alla soglia massima di azionisti dissenzienti che richiedono la liquidazione del pro-rata del valore del trust è risultata essere perfettamente in linea con quanto previsto nel mercato statunitense (entrambi 32%).

Lo sponsor equity, quasi sempre pari al 20% dei proventi lordi dell'IPO, è risultato essere simile anche nel contesto italiano. Le 5 SPAC, infatti, hanno registrato percentuali di sponsor equity simili, ed in media del 19,18%, con la quota minore prevista da Made in Italy ed ISI e quella maggiore da Space.

Il capital at risk dei promoters americani è stato in media di 2,44 milioni di warrant, mentre non è uno strumento diffuso nel contesto italiano, avendolo utilizzato solo Italy 1 Investment SA, con l'acquisto da parte dei fondatori per 5.000.000 € di 5 milioni di warrant. Tutte le altre società prevedono l'assegnazione gratuita di warrant ai promotori. Tra questi, l'attribuzione più particolare è stata introdotta da Space, con l'assegnazione gratuita di 690.000 warrant, in ragione del possesso di azioni speciali, in rapporto 3:2. Il loro esercizio non è cashless ma prevede la corresponsione di 13€ per l'esercizio di ciascun warrant.

Come spiegato nelle pagine precedenti, nel contesto italiano, sono stati previsti dei meccanismi di earn-out tipici dei fondi di private equity. Made in Italy1 Spa, ha previsto, infatti, la corresponsione di € 10,15 mln e la facoltà di riscatto delle azioni, nel caso in cui Sesa (l'entità risultante dalla fusione) non raggiunga entro il 30/04/2013 € 20 mln di utile netto consolidato, e € 3,85 mln nel caso in cui non si raggiunga un utile netto consolidato di € 24 mln entro il 30/04/2015. Le somme sono dovute da ITH, in quanto principale azionista del gruppo Sesa. Tuttavia, non è previsto un esborso in denaro, ma tale "ristoro economico" verrà corrisposto attraverso la riduzione della propria partecipazione.

Un'altra particolarità nella struttura della business combination di Made in Italy1 Spa e Sesa Spa è stata la previsione di un obbligo di acquisto, a carico ITH, di warrant di Made in Italy per un corrispettivo al massimo pari ad € 1 mln entro il 30/12/2014.

Nel contesto italiano gli "underwriters" più attivi sono stati Intermonte SIM Spa e Equita SIM spa, quest'ultima ha sottoscritto l'IPO della prima SPAC italiana.

I management team hanno impiegato, in media, 455,5 giorni per la ricerca della target, l'organizzazione della business combination e dare l'annuncio al mercato. La SPAC che ha impiegato il minor tempo è stata Space con 394 giorni tra la data di ammissione alle negoziazioni e l'annuncio, mentre quella che ha lasciato trascorre il maggior tempo è stata ISI con 553 giorni. Inoltre, è da notare come, mentre nell'esperienza statunitense le SPAC che abbiano dichiarato nei prospetti dell'IPO di focalizzarsi su una determinata area geografica o settore hanno annunciato la target in tempi più brevi rispetto alle altre società "senza focus", nel contesto italiano questo non trova riscontro, essendo che GreenItaly1 ha già lasciato trascorrere 538 giorni, quasi quanti ne ha impiegati ISI.

In media il valore di liquidazione della pro-rata del valore del trust, disciplinato secondo la normativa del recesso del socio, è stato di 9,94 € ad azione.

Per quanto riguarda i promotori della SPAC presenti nel consiglio di amministrazione della società risultante dalla fusione, questi sono stati, in media, 2,5, cioè quasi sempre un soggetto in meno rispetto al team costitutivo.

Performance contabili e finanziarie

Vengono di seguito riportati i dati relativi alle cinque SPAC italiane. È necessario precisare che, a causa del numero limitato e della diversa fase in cui si trovano, non è possibile effettuare un'analisi comparativa all'interno della popolazione italiana, né con riferimento a quanto visto nel mercato americano.

Le SPAC di cui si possiedono dati completi sono Italy1Investment/IVS Group e Made in Italy 1/SESA, in quanto entrambe hanno concluso la business combination ed è possibile osservare anche le performance ad essa successive.

Si trovano, invece, nella fase di conclusione della business combination sia ISI che SPACE, per la prima si prevede che l'operazione sarà efficace da metà luglio dell'anno corrente, mentre per SPACE dal 01 giugno dello stesso anno.

Per GreenItaly sono presenti solamente i dati relativi all'anno di quotazione e dunque sono meno significativi.

ITALY 1 INVESTMENT/IVS GROUP

	2010	2011	2012	2013	2014
RICAVI	/	/	297.800.000	312.624.000	321.578.000
VAR %				+4,9%	+2,8%
BASE EARNINGS	-55.656,00	9.836.008,00	-15.422.000	5.662.000,00	1.712.000,00
VAR %		+177,73%	-256,79%	+136,71%	-69,76%
EPS	-0,0150	0,5560	-0,5305	0,1572	0,0476
PRICE	0,00	9,62	7,36	7,25	7,35
P/E	0,00	17,30	-13,38	46,12	154,43
OUTSTANDING SHARES	3.750.000	15.000.000	29.067.780	38.654.657	35.969.941
MARKET VALUE	0,00	144.300.000,00	286.690.333,76	261.133.124,50	264.379.066,35
BOOK VALUE	20.656,00	137.115.954,00	298.074.000,00	303.771.000,00	293.069.000,00
BOOK-TO-MARKET RATIO	/	0,9502	1,0397	1,1633	1,1085
VAR % fatturato settore			-0,3%	+1%	-1,9%

PREZZO AZIONE IPO (04/04/11) 9,42

PREZZO AZIONE ANNUNCIO * 9,71

PREZZO AZIONE BC ** 9,82

PREZZO AZIONE 1 ANNO 6,28

PREZZO AZIONE 2 ANNI 9,13

MADE IN ITALY1/SESA

	2011	2012	2013	2014
RICAVI	/	/	832.274.000	947.556.000
VAR %				+13,85%
BASE EARNINGS	524.138,00	613.328,00	19.906.000,00	20.672.000,00
VAR %		+17%	+3.145,57%	+3,85%
EPS	0,1048	0,1227	1,6229	1,4753
PRICE	9,38	9,57	10,40	12,58
P/E	89,48	78,02	6,41	8,53
OUTSTANDING SHARES	5.000.000,00	5.000.000,00	12.265.499,00	14.011.811,00
MARKET VALUE	46.900.000,00	47.850.000,00	127.561.189,60	176.268.582,38
BOOK VALUE	51.070.206,00	42.758.554,00	78.814.000,00	77.612.000,00
BOOK-TO-MARKET RATIO	1,0889	0,8936	0,6179	0,4403
VAR % fatturato settore		-3,8%	-4,1%	+1,1%

PREZZO AZIONE IPO	9,45
PREZZO AZIONE ANNUNCIO *	9,63
PREZZO AZIONE BC **	9,70
PREZZO AZIONE 1 ANNO	10,65
PREZZO AZIONE 2 ANNI	11,98

ISI/LU-VE GROUP

	2013(31/12)	2014(30/06)	2014(31/12)
BASE EARNINGS	-87.416,00	-177.905,00	-170.797,00
VAR %		-103,52%	+4,00%
EPS	-0,0175	-0,0355	-0,0341
PRICE	9,84	9,62	9,66
P/E	-563,39	-270,64	-283,07
OUTSTANDING SHARES	5.005.000,00	5.005.000,00	5.005.000,00
MARKET VALUE	49.249.200,00	48.148.100,00	48.348.300,00
BOOK VALUE	51.462.584,00	51.372.095,00	51.201.298,00
BOOK-TO-MARKET RATIO	1,0449	1,0670	1,0590
VAR % fatturato settore			-11,4%

PREZZO AZIONE IPO	10,12
PREZZO AZIONE ANNUNCIO *	9,85
PREZZO 1° SEMESTRE 2015	10,74
PREZZO AZIONE BC **	/
PREZZO AZIONE 1 ANNO	/
PREZZO AZIONE 2 ANNI	/

SPACE/FILA

	2013	2014	2015(31/03)
BASE EARNINGS	-670.050,00	-460.654,00	-13.258.324,00
EARNINGS (ADJ)	-670.050,00	-460.654,00	-778.300,00
VAR %		+31,25%	-68,96%
EPS	-0,2434	-0,0354	-0,0559
PRICE	9,80	10,12	11,12
P/E	-40,26	-285,59	-185,74

OUTSTANDING SHARES	2.752.941,00	12.999.999,00	12.999.999,00
MARKET VALUE	26.978.821,80	131.559.989,88	144.559.988,88
BOOK VALUE	80.478.073,00	81.461.219,00	83.753.894,00
BOOK-TO-MARKET RATIO	2,9830	0,6192	0,5794

PREZZO AZIONE IPO	9,68
PREZZO AZIONE ANNUNCIO *	9,94
PREZZO AZIONE BC **	10,68
PREZZO AZIONE 1 ANNO	/
PREZZO AZIONE 2 ANNI	/

GREENITALY1

2013/2014			
BASE EARNINGS	577.835,00	PREZZO AZIONE IPO	9,72
EPS	0,1651	PREZZO AZIONE ANNUNCIO *	/
PRICE	9,37	PREZZO AZIONE BC **	/
P/E	56,75	PREZZO AZIONE 1 ANNO	/
OUTSTANDING SHARES	3.500.000,00	PREZZO AZIONE 2 ANNI	/
MARKET VALUE	32.795.000,00		
BOOK VALUE	36.125.673,00		
BOOK-TO-MARKET RATIO	1,1016		
VAR % fatturato settore	+3%		

* i dati sono calcolati per un intervallo che va dal terzo giorno pre-annuncio al terzo giorno post-annuncio.

** i dati sono calcolati per un intervallo che va dal quinto giorno pre-business combination al quinto giorno post-business combination.

	ITALY1- IVS	MII1- SESA	ISI-LU- VE	SPACE- FILA	GREENITALY 1
PERFORMANCE 1 MESE	1,51%	-7,62%	6,39%	-0,59%	-1,86%
PERFORMANCE 6 MESI	-3,14%	15,38%	20,48%	2,73%	2,37%
PERFORMANCE 1 ANNO	-15,91%	5,12%	18,88%	2,53%	-1,65%

	FTSE ITALIA MICROCAP	FSTE ITALIA SMALLCAP	FTSE AIM ITALIA
PERFORMANCE 1 MESE	1,51%	-5,26%	-1,42%
PERFORMANCE 6 MESI	-7,06%	15,18%	2,23%
PERFORMANCE 1 ANNO	-25,32%	-5,39%	-11,28%

Fonti: dati raccolti dai siti sopra citati, YahooFinance, Borsa Italiana.

Come precedentemente accennato si procede comparando i dati post-business combination di Italy 1 Investment e di Made in Italy 1, mentre si opererà un confronto sulla fase pre-business combination, per tutte e cinque le SPAC.

Per quanto attiene a Italy 1 Investment – SESA, l’EPS nel primo anno risulta non essere significativo in quanto non era ancora stata effettuata l’IPO e dunque la perdita d’esercizio deriva dai soli costi amministrativi relativi alla costituzione della società, inoltre, le azioni sono esclusivamente quelle sottoscritte dai fondatori¹³⁴. Nell’anno successivo l’EPS risulta molto elevato a causa dell’incremento consistente del reddito grazie all’aumento dei proventi finanziari derivante della rivalutazione al fair value dei market warrant e agli interessi maturati sugli strumenti finanziari detenuti e sui conti correnti bancari. L’anno successivo si assiste ad una diminuzione dell’EPS, a causa dell’incremento degli oneri straordinari derivanti dall’operazione rilevante e da altri fatti accaduti nell’esercizio, come ad esempio alcuni furti subiti, evenienze non verificatesi nel 2013, anno in cui l’EPS è tornato positivo ed ad un livello elevato. Nell’ultimo periodo, invece, si è assistito ad una drastica riduzione di questo dato a causa della contrazione del reddito derivante dall’aumento del tasso applicato ai Senior Secured Notes. Non si sono avuti, post business combination, effetti diluitivi consistenti a causa dell’esercizio dei warrant.

Osservando il multiplo P/E e il book-to-market ratio è possibile notare come questi mostrino risultati differenti. In particolare, esaminando il valore assunto da P/E è evidente un aumento rilevante di questo valore negli ultimi due esercizi presi in considerazione, questa reazione è causata sia dall’aumento del numero di azioni in circolazione, ma in particolar modo, dalla forte contrazione del reddito. Il prezzo azionario ha registrato una diminuzione notevole nell’anno di efficacia della business combination, ed è stato caratterizzato da un rendimento

¹³⁴ Questa situazione è comune a tutte e cinque le SPAC, spesso si protrae fino all’anno in cui la business combination diventa efficace, a causa dell’assenza di ricavi.

abbastanza piatto negli anni successivi (è diminuito nel 2013 per poi tornare ai livelli del 2012 nell'anno successivo).

Per quanto riguarda le performance azionarie del titolo, le performance a sei mesi sono risultate positive e perfettamente in linea con l'indice di riferimento, cioè il FTSE MicroCap, mentre quelle ad uno e due anni sono state negative ma leggermente migliori rispetto al benchmark.

Analizzando le performance contabili, invece, si può notare come, negli anni seguenti l'efficacia della fusione, il fatturato abbia subito un aumento, a differenza di quanto registrato dal settore del vending.

In riferimento a Made in Italy si osserva una crescita costante dell'earnings-per-share, fino al 2014, anno nel quale si verifica una leggera contrazione che trova spiegazione nell'aumento del numero delle azioni in circolazione in seguito all'esercizio dei warrant.

Il prezzo azionario risulta essere in continuo aumento, delineando la percezione positiva che il mercato ha relativamente alle prospettive future dell'azienda. Il book-to-market ratio sembra indicare una situazione di sopravvalutazione, tuttavia, risulta più sensato affermare che si tratti di fiducia da parte del mercato.

Il P/E è molto elevato nei primi anni, pre-business combination, a causa della maturazione di proventi finanziari sui conti correnti bancari.

Le performance azionarie a sei mesi sono risultate leggermente peggiori rispetto al FTSE SmallCap, l'indice di riferimento; tuttavia, sia con riferimento alle performance a sei mesi che a un anno il titolo ha un rendimento migliore rispetto al benchmark.

Sul piano contabile, invece, nell'anno successivo alla business combination si è assistito ad un aumento dei ricavi, più che proporzionale rispetto all'andamento del mercato dell'Information Technology.

Passando all'analisi di ISI e Space, SPAC le cui fusioni avranno effetto da giugno e luglio 2015, entrambe hanno conseguito EPS negativi a causa dei costi di gestione e amministrazione della SPAC e, nel caso di Space, a causa degli oneri finanziari derivanti dalla rivalutazione al fair value dei market warrant.

Per entrambe, poi, il P/E risulta essere fortemente negativo. Il book-to-market ratio, per Space è molto basso, a causa dell'elevata valutazione da parte del mercato, indice di fiducia relativamente alle performance future.

Per quanto attiene a ISI, invece, questo rapporto assume valori molto vicini all'unità, non dimostrando quindi grandi differenze tra il valore a libro del patrimonio netto e la valutazione da parte del mercato.

I prezzi azionari registrati da ISI risultano diminuire lievemente e assestarsi attorno al valore di 9,6 € per azione¹³⁵, mentre il prezzo dei titoli di Space è in continuo aumento, e si tratta di un'ulteriore testimonianza della fiducia da parte del mercato relativamente al successo della business combination con Fila.

Le performance, siano esse ad uno, sei o dodici mesi, dei titoli di ISI sono positive e decisamente migliori rispetto a quelle registrate dall'indice di riferimento (FTSE AIM Italia).

Al contrario, le performance ad un mese di Space, risultano essere molto più negative (-17,34%) se confrontate con quelle registrate dal FTSE MicroCap, questo a causa del fatto che sono state distribuite riserve, in data 1 giugno 2015, a seguito dell'efficacia della fusione. Le performance corrette per il valore della distribuzione, mostrano un rendimento leggermente negativo (-0.59%) e peggiore rispetto all'indice di riferimento. Tuttavia, sia le performance a sei, che a dodici mesi, sono positive, fortemente in contrasto con quelle negative del FTSE MicroCap.

La sola SPAC per la quale non si possiedono dati per poterne valutare l'andamento è GreenItaly1, unica SPAC italiana che ha dichiarato di voler cercare una target in un settore specifico (la green economy).

Essa presenta, infatti, un EPS in linea con quello registrato dalle altre SPAC nella stessa fase, un P/E elevato e un book-to-market ratio superiore ad uno.

Per quanto attiene ai movimenti dei prezzi azionari delle SPAC, al momento dell'annuncio della target e della conclusione della business combination, Italy1Investment, Made in Italy1 e Space hanno registrato le medesime reazioni. Al momento dell'annuncio della target, infatti, il prezzo azionario è aumentato rispetto al prezzo al momento dell'IPO. L'unica anomalia, in questo caso, è stata registrata da ISI, che, al momento dell'annuncio, ha un prezzo inferiore, ma comunque maggiore rispetto al pro-rata del valore del trust, sintomo che il mercato non valuta come particolarmente redditizia l'operazione proposta.

Osservando il valore assunto dal prezzo dei titoli al momento della business combination, ancora una volta, per le stesse SPAC precedentemente citate, il prezzo aumenta, a

¹³⁵ Tuttavia, nel 2015, anche a causa dell'imminenza della business combination, il prezzo azionario medio è maggiore e caratterizzato da una tendenza positiva.

testimonianza della fiducia che il mercato ripone nelle performance future dell'entità risultante dalla transazione.

Un'ulteriore variabile presa in analisi è stata la volatilità dei titoli. Per le società che hanno completato la transazione si è voluto differenziare tra la fase pre-business combination e la fase ad essa successiva.

La volatilità è stata calcolata come la deviazione standard del tasso di rendimento del titolo, utilizzando la seguente formula: $\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2}$, dove $u_i^2 = \ln \frac{S_i}{S_{i-1}}$.

Si sono ottenuti, così, valori giornalieri, successivamente annualizzati.

	ITALY1INV-IVS		MiI1-SESA		ISI	SPACE-FILA		GI1
	Pre BC	Post BC	Pre BC	Post BC	Pre BC	Pre BC	Post BC	Pre BC
Volatilità giornaliera	0,76%	1,32%	0,78%	1,28%	0,82%	1,43%	1,08%	0,73%
Volatilità annualizzata	12,08%	20,90%	12,30%	20,35%	13,01%	22,73%	17,08%	11,64%

Si è visto che per quasi tutte le SPAC pre-business combination la volatilità giornaliera è risultata essere molto bassa, con valori dello 0,70%-0,80%.

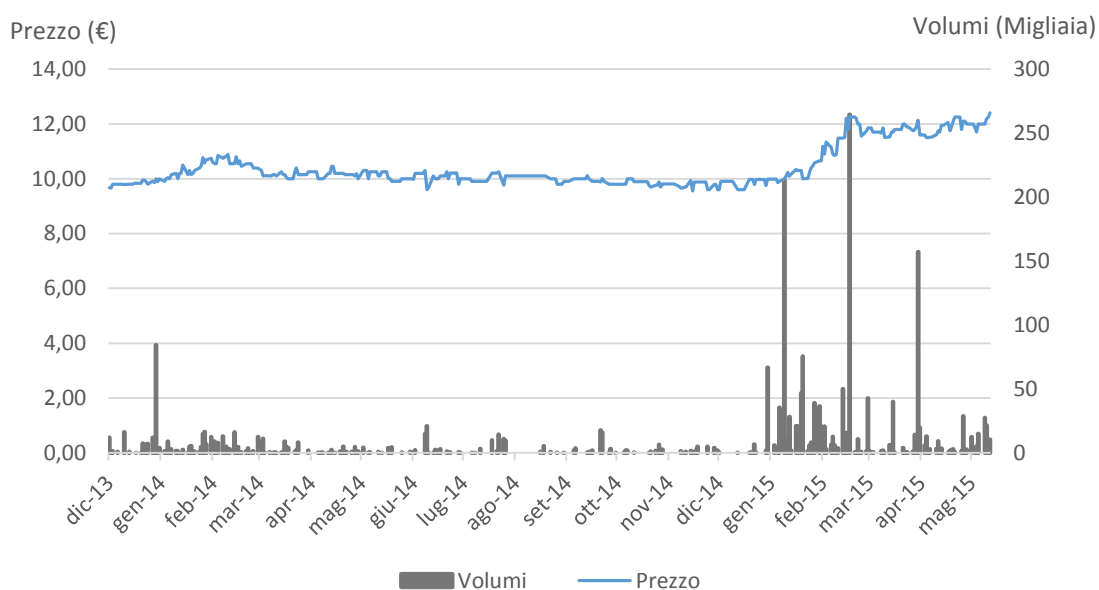
Sia per Italy1Investment che per Made in Italy1 la volatilità post-transazione è più alta dello 0,50%-0,60.

In particolare, sia ISI¹³⁶ che Space, nella fase pre-business combination hanno rispettato l'andamento teorizzato, consistente in una volatilità quasi nulla fino al momento dell'annuncio dell'operazione, per registrare variazioni di prezzo in aumento successivamente a questa data, segno che il mercato ha reagito positivamente e crede nel potenziale di generazione di valore derivante da entrambe le transazioni.

Tuttavia, è necessario specificare che la volatilità di Space appare, in media, più elevata rispetto alle altre SPAC in particolare, a febbraio 2014 ed in seguito all'annuncio della transazione.

¹³⁶ Si veda allegato 3.

Andamento titolo SPACE



Anche GreenItaly1, unica SPAC che deve ancora annunciare la società target, presenta una volatilità “standard” per questo tipo di veicolo, e variazioni di prezzo contenute¹³⁷.

Italy1Investment segue un sentiero abbastanza anomalo per quel che riguarda questi titoli. Durante il periodo in cui il titolo dovrebbe essere sostanzialmente risk-free, cioè dall’inizio delle negoziazioni all’annuncio dell’operazione, si sono registrati numerose variazioni di prezzo, ma nonostante ciò la volatilità si è mantenuta molto bassa.

In seguito all’annuncio della business combination, tuttavia, il titolo non ha registrato un andamento positivo. Nel dicembre del 2012 è avvenuta l’assegnazione delle azioni ai promotori, ma non è stata trovata un’idonea contropartita di acquirenti a causa del fatto che il mercato MIV limita l’accesso ad un numero ristretto di operatori, e, di conseguenza, il prezzo si è ridotto. In seguito a questo momento, è possibile notare un aumento della volatilità del titolo.

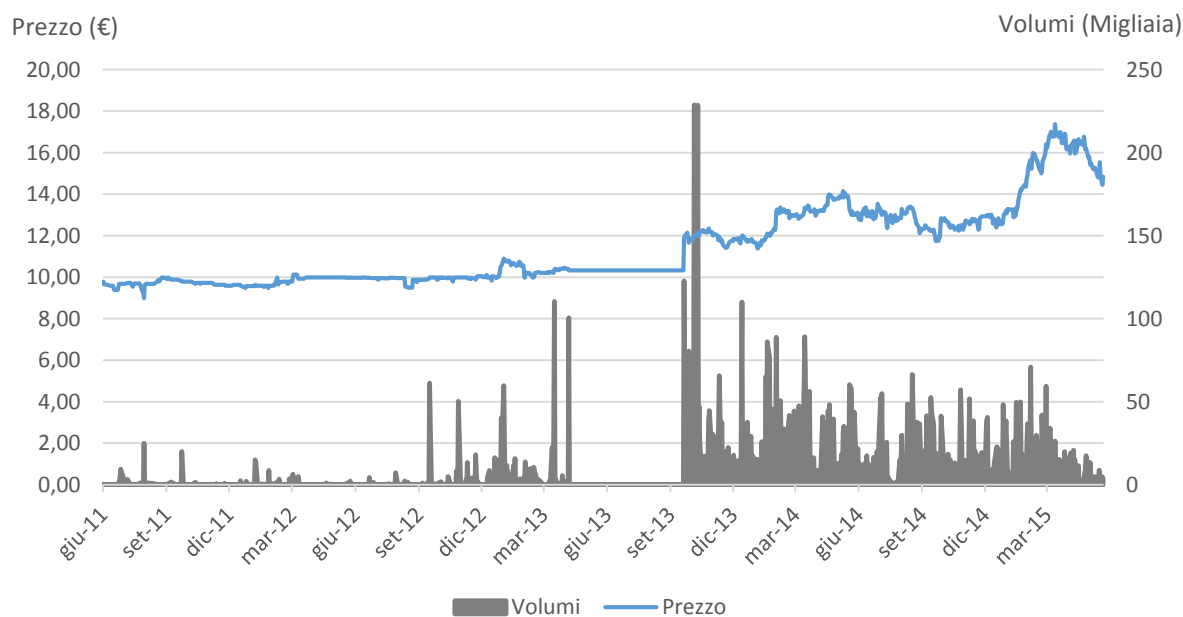
¹³⁷ Si veda allegato 4.

Andamento titolo It1Inv-IVS



MadeInItaly1, invece, presenta una volatilità contenuta fino alla conclusione della business combination. Alla data dell'annuncio il prezzo del titolo è leggermente aumentato. Ciò che salta all'occhio dalla semplice osservazione del grafico è stata l'assenza di scambi per un periodo compreso tra maggio e metà ottobre del 2013. In data 22 ottobre 2012 è avvenuto lo spostamento del titolo dal mercato AIM al listino principale (MTA). Da questo momento si instaura un trend positivo per quanto riguarda il prezzo del titolo, ma anche un aumento della volatilità.

Andamento titolo Mil1-SESA



CONCLUSIONI

L'obiettivo principale di questo lavoro è stato l'analisi del modello di Special Purpose Acquisition Company ormai affermatosi nel mercato americano, ed il confronto con le strutture comparse di recente in Italia.

Oggetto del raffronto sono stati, in particolare, gli aspetti istituzionali che caratterizzano le SPAC e le determinanti che hanno dimostrato di avere un'incidenza rilevante sulla probabilità di successo della business combination.

Si è cercato, compatibilmente con la disponibilità dei dati necessari, di effettuare un'analisi basilare delle performance azionarie, con cui si intendeva valutare la presenza nelle SPAC italiane degli stessi schemi visti nelle strutture statunitensi.

Si è, così, osservato come in entrambe le strutture le caratteristiche istituzionali siano le medesime, soprattutto se il confronto viene operato con un campione di SPAC statunitensi che comprende le iniziative sorte nel periodo compreso tra il 2009 e il 2012.

Per quanto attiene alle performance dei titoli delle SPAC, nel mercato italiano si sono osservati rendimenti in linea, se non lievemente migliori, rispetto agli indici di riferimento, situazione ben diversa da quanto visto oltre oceano. Le SPAC americane, infatti, hanno conseguito, mediamente, performance azionarie peggiori rispetto al mercato, soprattutto in riferimento alla fase post-business combination.

In merito ai movimenti dei prezzi azionari in prossimità delle date rilevanti, si è notata la presenza degli stessi schemi delineatesi nelle SPAC americane, ovvero, aumento del prezzo al momento dell'annuncio della società target nel caso il mercato valuti positivamente la business combination proposta e un'ulteriore aumento di prezzo al momento della conclusione della business combination.

In sostanza, da questo lavoro risulta la totale applicabilità della struttura statunitense al contesto italiano. Si è, tuttavia, in presenza di rendimenti diversi, motivati soprattutto dalla diversità del mercato italiano rispetto a quello statunitense e anche dal bagaglio di conoscenze derivanti dall'osservazione dell'evoluzione di queste strutture nel mercato oltre oceano.

Senza dubbio si tratta di una valida alternativa al processo di quotazione tradizionale. Permette, infatti, di velocizzarne i tempi, contenerne i costi e ridurre al minimo i rischi legati alla volatilità.

A parere di chi scrive, è uno strumento che troverà grandi prospettive di impiego e affermazione nel mercato italiano, tipicamente poco capitalizzato e poco liquido a causa della presenza di un ridotto numero di società quotate.

Com'è noto, il tessuto imprenditoriale italiano è costituito da un gran numero di società di piccole-medie dimensioni, principalmente a conduzione familiare. Si tratta di società fortemente sottocapitalizzate e per questo dipendenti dal credito bancario. A seguito della crisi finanziaria del 2008, poi, si sono ridimensionate pesantemente le due fonti accessibili alle aziende italiane per reperire risorse finanziarie di tipo "equity", vale a dire l'intervento dei fondi di private equity o la quotazione in Borsa.

La SPAC, per le migliori iniziative imprenditoriali italiane così come per gli investitori istituzionali, può rappresentare uno strumento grazie al quale è possibile riattivare un mercato dell'equity, ormai stagnante nel nostro Paese, garantendo dei guadagni proporzionati all'investimento iniziale e al rischio sopportato.

Quella italiana, appare una struttura affinata rispetto alle precedenti esperienze statunitensi.

L'individuazione della società target, perno dell'intero processo e punto chiave per la redditività futura, gravita attorno alla ricerca di iniziative eccellenti, ben gestite e capaci di perseguire e sostenere percorsi di crescita.

Negli stessi prospetti informativi o documenti di ammissione alle negoziazioni vengono elencati una serie di criteri guida nella scrematura delle società potenziali partner nella business combination.

La ricerca della società target avviene infatti, tra quelle con una storia di successo, con una forte presenza o tendenza all'internazionalizzazione, con prospettive di crescita significative, caratterizzate da un forte posizionamento all'interno del proprio mercato, con un forte potenziale di generazione di cassa ed un management team di comprovata esperienza.

Sembra non si siano verificate, poi, nel mercato italiano, strategie speculative volte all'ottenimento di profitti di breve periodo, piuttosto sembra che la SPAC sia utilizzata come vero e proprio veicolo di investimento orientato al lungo periodo. Nell'esperienza italiana, grazie a quanto insegnato dalle SPAC statunitensi si è cercato di evitare la concentrazione di un pacchetto azionario rilevante, nelle mani di pochi investitori, così da poter evitare strategie di SPACmailing, di tipo "ricattatorio" nei confronti del management team.

Si è inoltre dedotto come sia importante prendere le distanze da quelle iniziative in cui gli investitori siano legati al management team da qualche tipo di relazione, in quanto, una volta che questi abbiano votato a favore della business combination a prescindere dal fatto che questa abbia reali capacità reddituali, il vincolo relazionale si riterrebbe soddisfatto. Gli stessi soggetti potrebbero esercitare pressioni sul titolo a seguito della vendita dei loro pacchetti per uscire dall'investimento, ed il titolo si ritroverebbe, così, a subire un decremento di valore anziché un aumento.

Per potersi esprimere in merito al successo di queste iniziative nel contesto italiano è necessario che in futuro vengano analizzate approfonditamente le performance a lungo termine delle entità nate dalle transazioni. In particolare sarebbe interessante rivolgere l'attenzione all'incidenza delle dinamiche di remunerazione dei soggetti promotori delle SPAC, alla capacità delle società di medie dimensioni di sostenere il nuovo status di società quotate e ai nuovi percorsi di crescita intrapresi grazie alla business combination, analizzando anche i rendimenti di lungo periodo ottenuti dalle varie tipologie di soggetti in esse coinvolti.

Un'ulteriore ramo di sviluppo di questo veicolo può essere identificato nell'IPO Challenge, considerata l'evoluzione della SPAC, la cui IPO ha ad oggetto obbligazioni convertibili garantite da un collaterale in denaro depositato presso un conto bancario vincolato.

È, infine, notizia recente l'intenzione di presentare una Space2, promossa dagli stessi soggetti coinvolti nell'originale Space. Sono, poi, almeno altre tre le iniziative di questo tipo pronte ad approdare nel mercato, al termine del road show per il reperimento dei capitali necessari per avviare il processo costitutivo. Tra queste si è in presenza della seconda SPAC tematica, questa volta orientata al settore alimentare.

ALLEGATO 1

Table V
Buy-and-Hold Monthly Excess Portfolio Returns

This table shows the monthly excess returns of equal-weighted and value-weighted portfolios for SPACs during each phase of their typical lifecycle. The sample period is August 2003 to June 2008. Portfolio returns are calculated using a buy-and-hold strategy with monthly rebalancing. Equal weighted portfolios hold an equal amount in each security. Value-weighted portfolios are weighted by the market capitalization of each firm at the beginning of each month. Each day, SPACs are categorized into one of four categories as described in Table I and in the text. TF-AC is a long/short strategy which takes a long position in the Target Found (TF) portfolio and a short position in the Acquisition Completed (AC) portfolio. Portfolio compositions can change for three reasons: (i) a SPAC enters the sample, (ii) a SPAC leaves the sample, or (iii) a SPAC moves from one category to another. SPACs are recategorized on the day in which the recategorization is publicly announced. SPAC reclassifications which are announced after 2:00pm ET take effect on the next trading day following the announcement. Common stock returns come from CRSP and Bloomberg. Risk-free returns are taken from the Fama-French dataset on WRDS. T-statistics are shown below each value. Significance levels of 10%, 5%, and 1% are denoted by *, **, and ***, respectively.

Category	N	Equal-Weighted Avg. Monthly Excess Return	Value-Weighted Avg. Monthly Excess Return
All SPACs	57	.0020 (0.63)	.0031 (0.65)
No Target (NT)	57	.0027 (1.51)	.0025 (1.35)
Target Found (TF)	49	.0240** (2.31)	.0288** (2.64)
Acquisition Completed (AC)	47	-.0190** (-2.17)	-.0140 (-1.47)
Acquisition Withdrawn (AW)	23	-.0000 (-0.12)	.0012 (0.69)
TF - AC	44	.0370*** (3.09)	.0363*** (2.82)

Fonte: Lewellen (2009).

ALLEGATO 2

Returns for SPACs common stock holders around the merger announcement day

Panel A presents abnormal returns on the announcement day calculated by the market model. In Panel B cumulative abnormal returns up to seven days are reported. Panel C is graphical presentation of the results obtained in Panels A and B. (N= 88 , * represent stat. significance at 10%, ** at 5% and *** at 1%)

Panel A: SPAC Stock Returns around the merger announcement date:

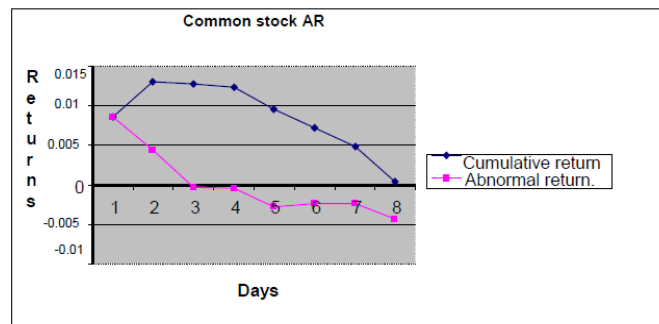
Announcement date stock abnormal returns:

Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Return	(3.19)***	0.0105292	0.0309743	-0.0818182	0.1523178
Alpha	(2.78)***	0.0015893	0.0053485	-0.0065305	0.0318480
Beta	(1.01)	0.1491343	1.3783496	-5.5826787	10.8151338
Abnormal return	(2.59)***	0.0085756	0.0310120	-0.0770958	0.1521550

Panel B: Cumulative abnormal returns (1, 2, 3,4,5,6 and 7 days after announcement date)

Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Car 1	(2.31)**	0.0130111	0.0526251	-0.0872362	0.3570612
Car 2	(1.95)**	0.0127385	0.0609731	-0.2296609	0.3489474
Car 3	(1.70)**	0.0123245	0.0679592	-0.2549082	0.4174220
Car 4	(1.24)	0.0096026	0.0722733	-0.3031013	0.3743839
Car 5	(0.90)	0.0072508	0.0739745	-0.3857526	0.3076525
Car 6	(0.60)	0.0048525	0.0757266	-0.4282087	0.2595993
Car 7	(0.04)	0.0004777	0.0920902	-0.5552372	0.3082256

Panel C: Graphical representation of announcement and cumulative returns:



Returns for SPAC unit holders around the merger announcement day

Panel A presents abnormal returns on the announcement day calculated by the market model. In Panel B cumulative abnormal returns up to seven days are reported. Panel C is a graphical presentation of results obtained in Panels A and B. (N= 48 , * represent stat. significance at 10%, ** at 5% and *** at 1%)

Panel A: SPAC Units Returns around the merger announcement date:

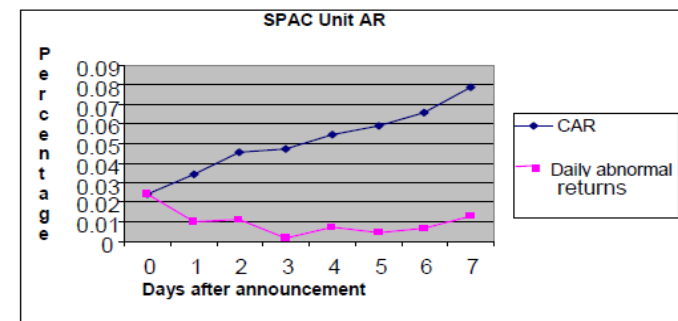
Announcement date unit abnormal returns:

Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Return	(3.77)***	0.0201213	0.0369744	-0.0816062	0.1606154
Alpha	(-0.66)	-0.0061846	0.0646209	-0.4519244	0.0202665
Beta	(1.04)	0.2214427	1.4714179	-5.7847016	7.2536888
Abnormal return	(2.88)***	0.0242951	0.0584504	-0.0730680	0.3506924

Panel B: Cumulative abnormal returns (1, 2, 3, 4, 5, 6 and 7 days after announcement date)

Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Car 1	(1.96)**	0.0343930	0.1214649	-0.1104080	0.8063082
Car 2	(1.55)*	0.0456363	0.2035615	-0.1708533	1.3982602
Car 3	(1.24)	0.0472249	0.2629527	-0.2089938	1.8181650
Car 4	(1.18)	0.0544885	0.3196409	-0.2418225	2.2132872
Car 5	(1.04)	0.0589535	0.3926259	-0.1794673	2.7294429
Car 6	(1.00)	0.0658968	0.4531131	-0.2005421	3.1477479
Car 7	(1.05)	0.0788217	0.5188870	-0.1777621	3.6114892

Panel C: Graphical representation of announcement and cumulative returns to unit holders



Returns for SPAC warrant holders around the merger announcement

Panel A presents abnormal returns on the announcement day calculated by the market model. In Panel B cumulative abnormal returns up to seven days are reported. Panel C is graphical presentation of the results obtained in Panels A and B. (N= 24 , * represent stat. significance at 10%, ** at 5% and *** at 1%)

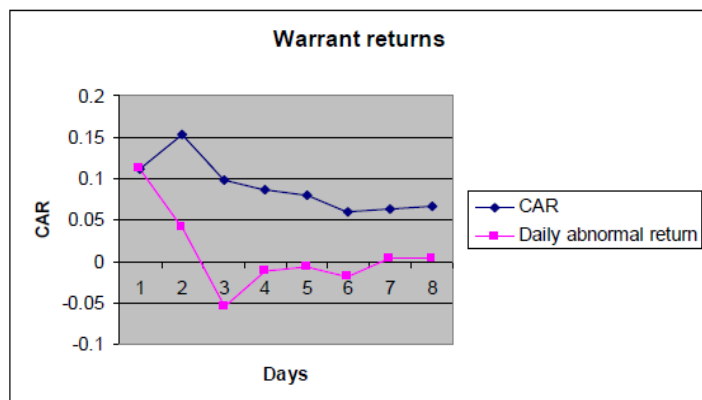
Panel A: SPAC Warrants Returns around the merger announcement date:

Announcement date unit abnormal returns:					
Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Return	(3.04)***	0.1235652	0.1988161	-0.1304348	0.6721311
Alpha	(0.94)	0.0027198	0.0141125	-0.0151523	0.0553368
Beta	(1.81)**	1.5358577	4.1435663	-1.2398772	15.8324139
Abnormal return	(2.54)***	0.1049899	0.2025111	-0.1203337	0.6824944

Panel B: Cumulative abnormal returns (1, 2, 3,4,5,6 and 7 days after announcement date)

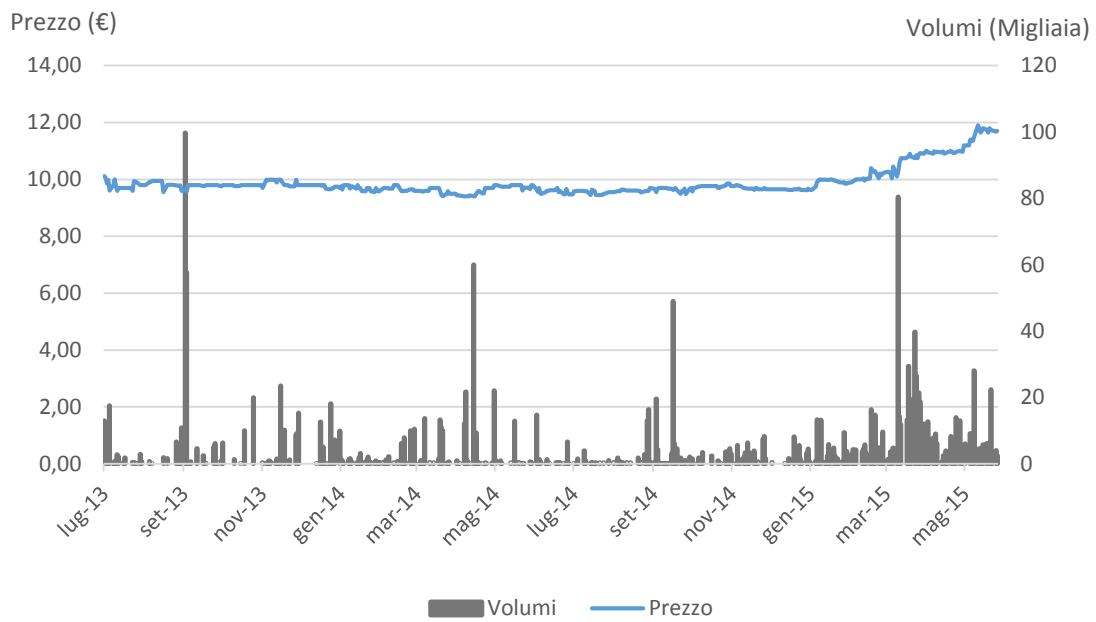
Variable	T stat	Mean	Std.Dev	Min	Max
Car 1	(2.11)**	0.1539946	0.3590699	-0.7523790	0.9322721
Car 2	(1.33)*	0.0983182	0.3614209	-0.7523790	0.9258369
Car 3	(1.21)	0.0866005	0.3478715	-0.4115571	0.9321125
Car 4	(1.01)	0.0795737	0.3825961	-0.4882695	0.8281739
Car 5	(0.79)	0.0604376	0.3701326	-0.4652856	0.8281739
Car 6	(0.93)	0.0629939	0.3292217	-0.4698862	0.7278656
Car 7	(0.80)	0.0660083	0.4048455	-0.5371966	0.9335521

Panel C: Graphical representation of returns to warrant holders :



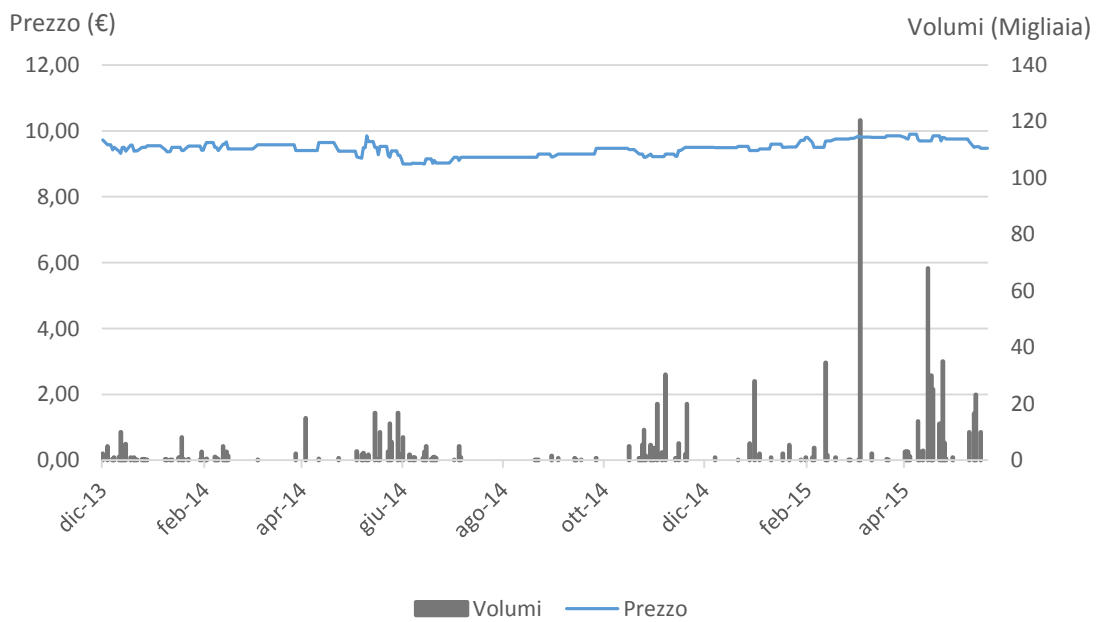
ALLEGATO 3

Andamento titolo ISI



ALLEGATO 4

Andamento titolo GreenItaly1



BIBLIOGRAFIA

- Avery, H. (2006). Spac spat prob hit wall of silence. *Euromoney*, 2006, 446, 82-87.
- Barker, R., Hedin, R. J. G. (06-2007). SPACs – continuing to grow and evolve. *The Metropolitan Corporate Counsel*, p.38.
- Becker, C. (2008). Hunting for prospects. *Modern Healthcare* 3, 1, p. 30.
- Boehm, S., Krus, C., Zochowski, C., Mahnon, J. (2005) A Primer on SPACs: An Explanation of the Purpose, Structure and Current Issues Affecting Special Purpose Acquisition Companies. Southerland, Asbill & Brennan LLP.
- Boyer, C. M., & Baigent, G. G. (2008). SPACs as Alternative Investments. *Journal of Private Equity*, 11(3), 8–15
- Brown, p., Ferguson, A., Lam, P. Choice between Alternative Routes to Go Public: Backdoor Listing versus IPO. (06-30-2010).
- Cai, Y., & Sevilir, M. (2012). Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 327–349.
- Carpentier, C., Cumming, D.J., Suret, J.-M., 2012. The value of capital market regulation: IPOs versus reverse mergers. *Journal of Empirical Legal Studies* 9, 56–91.
- Cherney, E., Ablovatsky, A. (2009). Crunch time for SPACs. *Investment Dealers’ Digest*, 24-03-2009, p.10.
- Cizmovic, M., Lakicevic, M., Vulcanovic, M. (2013). Unit IPO’s: A case of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *Montenegrin Journal of Economics* 9, 45-52.
- Collins, M. (2013). Special Purpose Acquisition Companies. *Fordham Business Student Research journal*, 2, 1, Article 3.
- Corwin, S. A., & Schultz, P. (2005). The role of IPO underwriting syndicates: Pricing, information production, and underwriter competition. *The Journal of Finance*, 60(1), 443–486.
- Cumming, D., Haß, L. H., & Schweizer, D. (2012). The Fast Track IPO–Success Factors for Taking Firms Public with SPACs.
- Dimitrova, L. (2012). Perverse incentives of Special Purpose Acquisition Companies. *The Poor Man’s Private Equity Funds. Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper*. (08-2013).
- Ellis, K., Michaely, H., O’Hara, M. (06-2000). When the Underwriter is the Market Maker: an Examination of Trading in the IPO Aftermarket. *The Journal of Finance*, 55, 3 pp. 1039-1074.
- Fama, E. F., French, K. R. (1995). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 51, 1, pp. 55-84.
- Feng, M., Gramlich, J. D., Gupta, S. (2009). Special Purpose Vehicles: empirical evidence on determinants and earning management. *The Accounting Review*, 84, 6, pp. 1833-1876.
- Floros, I.V., Sapp, T., 2011. Shell games: on the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance* 17, 850–867.

- Floros, I. V., (2008). Two essays on alternative mechanisms to going public. Doctoral Dissertation, University of Pittsburgh.
- Fumagalli, M. Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia (LO). Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa. Egea, 05-2014.
- Gagliardi, G. (2011). Le SPAC approdano in Italia. *Amministrazione e Finanza* (10/2011), 62-68.
- Gleason, K. C., Jain, R., Rosenthal, L. Alternatives for Going Public: Evidence from Reverse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs, (March 15, 2006).
- Griffin, W. Jr, Myers, A. Paint it SPAC. *The Deal*, 10-26-2006, p. 29.
- Hale, L.M., 2007. SPAC: a financing tool with something for everyone. *Journal of Corporate Accounting and Finance* 2, 67–74.
- Heyman, D.K., 2007. From blank check to SPAC: the regulator’s response to the market, and the market’s response to the regulation. *Entrepreneurial Business Law Journal* 2, 531–552.
- Hollman, K. SPACs to the rescue?. *Investment Dealers’ Digest*, 11-10-2008, p.10.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2011). Why SPAC investors should listen to the market. *Journal of Applied Finance*, 21(2), 38–57.
- Jog, V., & Sun, C. (2007). Blank check IPOs: A home run for management.
- Kim, K. L. (2011). Prerequisites for an Advanced SPAC Market. Korea Capital Market Institute. March 29, 2011.
- Kim, K. L. (2010). The Characteristics of SPAC Investments in Korea. Korea Capital Market Institute, 2, 3, pp.9-23.
- Kolb, J., Tykvova, T., (2014). Special Purpose Acquisition Companies – Are they an alternative to IPOs?. (October 31, 2014).
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., Vulcanovic, M. (2014). Institutional changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *Journal of Corporate Accounting and Finance* 28, 149-169.
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., Vulcanovic, M. (2013). On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs).
- Lakicevic, M., & Vulcanovic, M. (2013). A story on SPACs. *Managerial Finance*, 39(4), 384–403.
- Lewellen, S. (2009). SPACs as an asset class.
- Marino, J. (2009) Canada welcomes SPACs. *Mergers and Acquisitions Report*, 22, 1, p.2.
- Murray, J. The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs (January 30, 2014).
- Neuhauser, S., Lee, B. (04-2008). SPACs Special Purpose Acquisition Companies continue to surge in popularity. *Equities Magazine*, pp. 40-41.
- O’ Connor, C. M. SPACs take flight on London’s AIM. *Investment Dealers’ Digest*, 11-07-2005, pp. 9-10.
- Pagano, M., Pennetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53, 1, pp. 27-64.

- Peveraro, S., (2013). Adesso mi faccio la SPAC. *Milano Finanza*, 06-15-2013, p.35.
- Pittenger, M., Grisin, C. (2007). When SPAC Attacks: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market. October 9, 2007.
- Rader, B., de Burca, S. (2006). SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith?. *Insights-Securities registration*, 20, 1.
- Ranjit, D. (2014). SPACs raising. *Asian Legal Business*, 01-10-2014.
- 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. *Delaware Journal of Corporate Law*, 37, pp. 849-927.
- Rodrigues, U., Stegemoller, M. (2014). What All-Cash Companies Tell Us About IPOs and Acquisitions.
- Roosenboom, P., Vasconcelos, M. Incentives and reference points in managerial decisions: Evidence from cash shells. (09-02-2014).
- Rosenbush, S. Are blank checks bouncing back? *BusinessWeek Online*, 03-23-2006, p. 11.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304.
- Sheahan, M. (2008). For M&A, The Future Looks SPACtastic. *High Yield Report* 19, 6. P.8.
- Sjostorm, W. K. (2008). The Truth About Reverse Mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2, pp. 743-759.
- Tran, A. (2012). Blank check acquisitions.
- Wittlin, F, Ferris, K., McCutchen, B. (2010). Can the SPAC Make It Back? Structural Changes, Including Elimination of the Stockholder Vote to Approve an Initial Acquisition, May Help Renew Interest in SPACS. *Bloomberg Law Reports—Mergers & Acquisitions* 4, 26.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108, pp. 250-273.
- Zara, C. (2005). *Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento*, Egea.

SITOGRAFIA

SPACANALYTICS: <http://www.spacanalytics.com/>

BORSA ITALIANA: <http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

SEC: <http://www.sec.gov/>

BLOOMBERG: <http://www.bloomberg.com/>

YAHOOFINANCE: <http://finance.yahoo.com/>

NYSE: <https://www.nyse.com/index>

NASDAQ: <http://www.nasdaq.com/>

TORONTO STOCK EXCHANGE: <http://www.tmx.com/>

KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE: <http://www.klse.info/>

BORSA MALESE: <http://www.bursamalaysia.com/market/>

KOREAN STOCK EXCHANGE: <http://eng.krx.co.kr/>

KOREAN FINANCIAL SERVICES COMMISSION:

http://www.fsc.go.kr/eng/new_financial/securities.jsp?menu=0203&bbsid=BBS0087

JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE: <https://www.jse.co.za/>

LONDON STOCK EXCHANGE: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

FRANKFURT STOCK EXCHANGE: <http://www.boerse-frankfurt.de/en/start#&reiter=newordertypes>

AIM ITALIA: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/descrizione-aim-italia/descrizione.htm>

MIV: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/miv.htm>

IVS GROUP: <http://www.ivsgroup.it/>

MADE IN ITALY 1: <http://www.madeinitaly1.net/>

SESA: <http://www.sesa.it/it/>

INDUSTRIAL STARS OF ITALY: <http://www.indstars.it/>

LU-VE SPA: <http://www.luvegroup.com/>

SPACE: <http://www.space-holding.com/>

FILA SPA: <http://www.filagroup.it/>

GREENITALY 1: <http://www.greenitaly1.it/>

NYSE E NASDAQ PROPOSED RULE CHANGE TO ALLOW LISTING OF SPACs:

<http://m.reedsmith.com/files/Publication/dde8ad8f-3f44-4db8-8092-4d8011f98cbd/Presentation/PublicationAttachment/df24efb3-c58a-4a35-a3a5-a8445fb17f3e/bull08057.pdf>