



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**LA QUOTAZIONE VIA SPAC**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF.: ANDREA MENINI**

**LAUREANDO: JACOPO TOFFOLI**

**MATRICOLA N. 1216313**

**ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022**

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

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

Firma (signature) ..... 



# SOMMARIO

---

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>1</b>
<b>1. FUNZIONAMENTO E CARATTERISTICHE DELLE SPAC.....</b>	<b>3</b>
1.1 COSTITUZIONE DELLA SPAC.....	3
1.1.1 LA PARTECIPAZIONE DEI PROMOTER .....	4
1.2 LA QUOTAZIONE DELLA SPAC .....	5
1.2.1 GLI UNDERWRITERS .....	6
1.2.2 UNDERPRICING E ASIMMETRIE INFORMATIVE.....	8
1.3 RICERCA DELLA SOCIETÀ TARGET E LA BUSINESS COMBINATION.....	9
1.3.1 PROPOSTA, APPROVAZIONE E PUNTI CRITICI.....	9
1.3.2 BULLDOG PROVISIONS E DIRITTO DI VOTO.....	11
1.3.3 SCIOGLIMENTO .....	12
<b>2. LE SPAC COME ALTERNATIVA PER LA RACCOLTA DI CAPITALE.....</b>	<b>14</b>
2.1 SPAC E PRIVATE EQUITY .....	15
2.2 IL COSTO DI QUOTARSI.....	17
<b>3. IL FENOMENO SPAC IN NUMERI.....</b>	<b>19</b>
3.1 ANALISI DEL FENOMENO.....	19
3.2 CONFRONTO DI RENDIMENTI TRA SPAC E IPO TRADIZIONALI.....	22
<b>4. CONCLUSIONI .....</b>	<b>24</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....</b>	<b>26</b>



## INTRODUZIONE

---

La quotazione in borsa tramite le *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) rappresenta un fenomeno che negli anni duemila si è imposto come via alternativa per il raggiungimento del mercato dei capitali. Negli ultimi anni, l'evento in questione sta riscontrando un particolare interesse nei mercati, infatti, solamente nel biennio 2020-21, si sono quotate 861 SPAC a fronte delle 557 IPO tradizionali<sup>1</sup>, presenti nel territorio americano. Per comprendere a pieno questo mondo è necessario fare un passo indietro ed analizzare il funzionamento di queste società. Questo elaborato si pone l'obiettivo di mettere chiarezza nei meccanismi di tali attività, cercando con prove empiriche, di trovare riscontro con il materiale teorico raccolto e in seguito esposto.

Le SPAC sono delle *blank check company*<sup>2</sup> fondate da uno o più promotori, il cui obiettivo è quello di raccogliere capitale tramite l'offerta pubblica iniziale (IPO), per trovare un'impresa non quotata (*target company*) con cui realizzare una *business combination* e renderla così una *public company* (Gahng *et al*, 2021). L'IPO consiste nell'offerta di *unit*<sup>3</sup>, costituite da un'azione insieme ad uno o più *warrant*, e la somma raccolta viene quasi interamente collocata in *conti escrow*. Quando la *target* è stata individuata, gli investitori della SPAC hanno la possibilità di scegliere se ritirare la propria quota o se diventare i soci di una nuova società quotata.

Le SPAC, dal punto di vista degli investitori, possono essere intese come veicoli finanziari situati tra il mercato di capitali e *private equity*. Di fatto le loro azioni possono essere scambiate nei mercati proprio come qualsiasi altra attività quotata, ma durante l'integrazione societaria, assumono alcune caratteristiche di contratto tipiche dei fondi di *private equity* (Fumagalli, 2014). A tal punto, nel corso di questo documento, verranno evidenziate le differenze tra questi fondi e le SPAC, con il fine di mostrare come quest'ultime rappresentino una concreta alternativa per la raccolta di capitale, utile alle società che necessitano di liquidità per competere in un mercato più ampio.

Alla luce di queste premesse, questo studio è stato diviso in tre macro-parti: la prima parte in cui viene dettagliatamente illustrato il funzionamento e il meccanismo della SPAC, la seconda parte in cui si confrontano le SPAC come modello per la raccolta di capitale con il mondo del *private equity*, e l'ultima rappresentata da un'analisi empirica di questo fenomeno, contestualizzandolo per il mercato USA e per quello Italiano. La scelta per quanto riguarda il

---

<sup>1</sup> Fonte: <https://www.spacanalytics.com/>.

<sup>2</sup> Un'impresa che non ha uno specifico *business plan* o che è stata costituita con l'obiettivo di integrarsi con un'altra azienda.

<sup>3</sup> Una combinazione di asset confezionati insieme e venduti come uno.

campione di riferimento per il mercato americano, è ricaduta su 16 SPAC che hanno completato una *business combination* in tale territorio e nel periodo della pandemia. Per il mercato italiano invece, dal momento che questo fenomeno è presente, in termini assoluti, in maniera minore e vista la mancanza di SPAC in questo periodo, si è scelto un campione di 11 SPAC quotate in Italia nel periodo 2011-2018. Con l'intento di confrontare i rendimenti ottenuti da questi due gruppi, sono stati selezionati ulteriori due campioni di uguali caratteristiche, ma con aziende che hanno optato per l'IPO tradizionale.

# 1. FUNZIONAMENTO E CARATTERISTICHE DELLE SPAC

---

Il modello delle SPAC pur sviluppandosi in stati diversi, con ordinamenti giuridici differenti, mantiene in comune degli aspetti sia in termini di costituzione societaria e sia con riferimento al ruolo delle figure operanti in questo fenomeno. Le fasi rappresentative lo sviluppo della società possono essere schematizzate in quattro ben definiti punti: la costituzione, la quotazione, la ricerca della *target* e la *business combination*. In questo capitolo si cercherà quindi, di illustrare in maniera chiara ed approfondita ciascun punto, sottolineando in particolare i momenti chiave o di criticità.

## 1.1 COSTITUZIONE DELLA SPAC

Le *Special Purpose Acquisition Company* nascono da un gruppo di persone, i *promoter*<sup>4</sup>, che sottoscrivendo il capitale o conferendo risorse ad altro titolo si fanno carico delle spese dell'IPO, assumendosi quindi il rischio d'impresa. La credibilità di queste figure è essenziale ai fini del buon esito dell'operazione ed altrettanto importante è la loro reputazione, che viene considerata un elemento indispensabile (Rodrigues e Stegemoller, 2012). La logica dietro a questa osservazione si basa sul concetto "*skin in the game*" (Rodrigues e Stegemoller, 2012, p.895) - pelle nel gioco - comunicando di fatto che il miglior voto di fiducia è mettere i propri soldi in gioco esattamente come fanno gli investitori esterni. Questo passaggio suscita nei possibili *shareholder* particolare fiducia, considerando l'investimento più stabile in quanto ci si aspetta una maggiore partecipazione da parte dei *promoter*. Analizzando le caratteristiche dei promotori della SPAC (Lakicevic *et al.* 2014), si osserva che, prendendo in considerazione il periodo 2003-2012, il numero di promotori medio per SPAC è di 5,91 con un'età media di 50 anni. I *promotor* delle SPAC sono inoltre figure altamente specializzate nel settore degli investimenti, poiché il *background* formativo è in genere plasmato da anni di esperienza nel campo delle società di investimento come fondi di private equity o hedge funds (Fumagalli, 2014). Rispetto a queste realtà, la quasi totalità delle SPAC conclude operazioni c.d. "one-shot deal"<sup>5</sup>, per questo motivo esiste la possibilità di trovare più SPAC fondate dalle stesse persone. Altro aspetto a riguardo dei *promoter* è legato alla loro reputazione; infatti, il successo o il fallimento della *business combination* non pregiudica la loro considerazione. Questo perché non è semplice stabilire l'entità dell'eventuale esito positivo o negativo dell'operazione, poiché

---

<sup>4</sup> In genere manager professionisti. Essi possono coincidere o meno con il *management team*, ovvero, coloro che si occupano della gestione della SPAC e in particolare della ricerca della *target* per concludere l'integrazione societaria.

<sup>5</sup> U. Rodrigues - M. Stegemoller, Exit, Voice and Reputation: The Evolution of SPACS, cit., p. 901.



se la SPAC venisse liquidata senza aver proceduto con l'integrazione societaria, lo stesso *promoter* potrebbe rivendicare con trionfo il non aver concluso cattivi investimenti.

Con riguardo agli aspetti di rappresentanza ci si deve riferire al c.d. *management team*, ovvero gli amministratori; manager professionisti che non sempre coincidono con i *promoter*. L'abilità e l'esperienza nelle operazioni di M&A, fanno di questi soggetti il fulcro della SPAC, poiché sono loro i responsabili dell'effettiva gestione della società e dell'integrazione societaria. Nella prassi, durante lo svolgimento della loro attività, non sono previsti compensi periodici ma semplicemente un rimborso spese. Questo perché la principale remunerazione è rappresentata da una quota di azioni al termine della *business combination* e solo in caso di esito positivo dell'operazione.

Nel concreto, la costituzione della SPAC si realizza con il deposito del prospetto di quotazione, un modulo S-1, presso la SEC<sup>6</sup> (*Securities and Exchange Commission*) in USA mentre in Italia presso la CONSOB. Il modulo S-1 riporta tutte le informazioni più importanti riguardo all'organizzazione della società e dei suoi intenti. Comunemente viene riportato anche il settore o il paese oggetto della ricerca della possibile futura *target company*, questo perché alle *Special Purpose Acquisition Company* non è consentito avere una azienda obiettivo pre-identificata.

### **1.1.1 LA PARTECIPAZIONE DEI PROMOTER**

Nell'esperienza USA, i *promoters* partecipano alla costituzione della SPAC mediante: *sponsor equity*, che è rappresentato dal 20% del capitale post IPO, *sponsor warrants* che rappresenta una percentuale tra l'1,5-4% del capitale ed infine, attraverso lo *sponsor co-investment*, ossia delle *unit* acquistate alle stesse condizioni degli investitori in sede di quotazione, o azioni acquisite a ridosso dell'assemblea (Fumagalli, 2014). In parte o nella totalità, le azioni dei *promoter* sono soggette a clausola di *lock-up*: clausola che sancisce l'impegno a non compiere determinate azioni sul capitale della società nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica. La somma versata per l'acquisto degli *sponsor warrants* rappresenta il capitale di rischio, quindi quell'ammontare destinato ad essere perduto nel caso di fallimento della società. Non partecipa al capitale di rischio lo *sponsor equity*, ma assicurano al *management team* una significativa partecipazione nella società risultante post integrazione societaria, tra la SPAC e la *target*. Rispetto ai primi modelli societari comparsi nel mondo delle SPAC, si è assistito ad una evoluzione e modifica delle percentuali delle partecipazioni dei promotori; in particolare si è osservata una generale riduzione della quota di *sponsor equity* e

---

<sup>6</sup> <https://www.sec.gov/>.

ad una variazione degli *sponsor warrants*, con l'intento di allineare gli interessi tra gli investitori e i manager (Fumagalli, 2014).

## 1.2 LA QUOTAZIONE DELLA SPAC

Durante la quotazione i fondatori cedono nel mercato, sotto forma di *units*, una percentuale pari all'80% circa del loro pacchetto azionario, per raccogliere i fondi necessari per la *business combination*. Le *units* che vengono offerte nel mercato primario sono composte da un'azione ordinaria e da uno o più *warrant*, ma il prezzo scelto per questo strumento è di per sé convenzionale, in quanto non vi è nessuna attività d'impresa da valorizzare; per le SPAC costituite dal 2010 nel mercato USA, il prezzo medio delle *units* è di 10 dollari circa (Gahng *et al*, 2021).

Il *warrant* è uno strumento finanziario che conferisce al possessore il diritto di acquistare (*warrant call*), sottoscrivere o vendere (*warrant put*) una determinata quantità di titoli a un prezzo prefissato (*strike-price*) ed entro ad un arco temporale predefinito. Il *warrant* può essere regolarmente quotato in borsa e consentendo il diritto di sottoscrivere nuove azioni, hanno come finalità quella di permettere alla società di raccogliere nuovi fondi. Si individuano due tipi di *warrant*: quelli riservati ai promotori (*sponsor warrant*) e quelli offerti agli investitori congiuntamente all'acquisto delle *units* (*market warrant*).

La somma raccolta tramite IPO, decurtata delle varie spese sostenute durante la quotazione, viene collocata in società fiduciarie (*escrow account*) e investita in prodotti privi di rischio. Nei primi modelli delle SPAC, venivano accumulati in questi conti circa l'85-90% dei fondi disponibili, ma già dal 2006 questa percentuale ha una media del 99% (Lakicevic *et al* 2014). Dal 2008, sia il NYSE che il NASDAQ hanno ammesso la quotazione delle SPAC nelle loro borse, prevedendo tra i requisiti il deposito per almeno il 90% dei proventi dell'IPO presso un conto di garanzia detenuto da un amministratore fiduciario indipendente o di un conto di garanzia detenuto da un'istituzione di garanzia assicurata, oppure, in un conto bancario separato di un broker registrato. L'ammontare presente nel conto *escrow* non può essere utilizzato per le attività della società. Questo serve a tutela e garanzia per gli investitori, perché nel caso in cui si proceda alla liquidazione della SPAC o in caso di recesso unilaterale, possono fare affidamento a tale disponibilità per la restituzione della propria quota. Solamente i proventi derivanti dall'investimento di queste somme possono essere impiegati nelle dinamiche societarie, salvo non vi siano apposite clausole che li vincolino al conto; l'unica situazione che consente di smuovere in maniera preponderante l'*escrow account* è la *business combination*.

Per quanto concerne gli investitori esterni di una SPAC, di fatto non possono fare affidamento ad una vera e propria storia finanziaria. Infatti, nell'investire in questi strumenti i

fattori determinanti sono la formazione e le passate esperienze del *management team*, tornando a sottolineare quanto riportato in Rodrigues e Stegemoller (2012). In effetti, un investimento in questo tipo di società può essere inteso come una scommessa sulle abilità dei manager nell'identificare una *target company* e nel concludere un'operazione redditizia. Gli autori Lakicevic e Vulcanovic (2012) appurano che il 78,2% dell'*equity* delle SPAC è detenuto da investitori, che acquistando *unit* forniscono il 97,2% di cassa della stessa. Il restante 2,8% proviene dai *promoter* attraverso l'acquisto di *warrant* e dagli investimenti iniziali.

In Italia, ai fini dell'ammissione al mercato telematico degli *investment vehicles* (MIV), è prevista una capitalizzazione minima pari ad almeno 40 milioni di euro, soglia che nella media dei volumi delle SPAC è ampiamente rispettata (media italiana ca. 110 milioni<sup>7</sup>, media USA ca. 248 milioni<sup>8</sup>).

### 1.2.1 GLI UNDERWRITERS

Brevemente, gli *underwriters* sono grandi istituzioni finanziarie, come banche, compagnie assicurative e fondi di investimento che offrono il servizio di quotazione e garantiscono il pagamento in caso di perdite finanziarie, accettando il rischio finanziario per la responsabilità derivante da tale garanzia, a fronte di una certa percentuale di spese per commissione. Nelle SPAC, queste figure sono particolarmente rilevanti in quanto strutturano attentamente le offerte dei titoli della società con l'obiettivo di renderli interessanti per gli investitori. In secondo luogo, gli *underwriters* fungono da produttori di *units* ed infine, fornendo le loro conoscenze, fungono da veri e propri consulenti. Infatti, nel 47% degli accordi firmati con gli *underwriters*, essi non si sono limitati unicamente al servizio di quotazione, ma hanno rappresentato a tutti gli effetti il ruolo di *advisor* (Dimitrova, 2017).

Il compenso totale spettante agli sottoscrittori viene solitamente suddiviso in due parti: una versata subito dopo l'IPO ed una differita ma subordinata all'approvazione della *business combination* (Cumming *et al*, 2014). La presenza di questa rata posticipata incentiva l'allineamento degli obiettivi tra gli *underwriters* e gli *stakeholders* della SPAC al fine di favorire l'approvazione dell'integrazione societaria. Da quanto riportato in Gahng *et al* (2021), l'addebito medio degli *underwriters* è diminuito nel tempo: per le SPAC di prima generazione, il compenso era del 10%, per poi scendere negli anni al 7% dei proventi lordi e ad oggi invece si riscontra una media del 5,5%. Il 3,5% dei proventi lordi, ovvero il 64% del compenso totale dei sottoscrittori, è differito fino all'esito dell'integrazione societaria (Gahng *et al*, 2021). Le offerte pubbliche delle SPAC sono accompagnate da uno o più sottoscrittori che accettano di

---

<sup>7</sup> Fonte: <https://bebeez.it/>.

<sup>8</sup> Fonte: <https://www.spacanalytics.com/>.

essere remunerati a queste condizioni; per questo motivo, almeno nei primi anni del fenomeno SPAC, le grandi e più prestigiose società di *underwriting* non sono entrate a fare affari in questo settore (Cumming *et al*, 2014), in quanto preferivano essere ricompensate in una singola rata ed al termine della quotazione. Il vertiginoso aumento del volume d'affari di queste società ha di fatto smentito questo orientamento, infatti, confrontando gli *underwriters* che hanno operato nel 2015 tra gli USA e il Canada (Tabella 1) e quelli che hanno operato nel 2021 nello stesso territorio (Tabella 2), si possono individuare diversi big del settore come Morgan Stanley, JP Morgan e scendendo alla sedicesima e diciassettesima posizione si trovano rispettivamente Deutsche Bank e Goldman Sachs.

Rank	Underwriter	Bookrunner Volume (\$MM)	Bookrunner Count
1	Deutsche Bank	1,063.6	5
2	Cantor Fitzgerald	496.5	5
3	Citigroup	480.8	3
4	BofA Securities	250.0	1
5	Credit Suisse	108.3	1
6	UBS	66.5	1
7	BMO Capital Markets	66.5	1
8	EarlyBirdCapital	40.0	1
9	I-Bankers Securities	0.0	0
10	CRT Capital Group	0.0	0

Tabella 1: *Underwriter* classificati per volume d'affari, operanti tra USA e Canada nel 2015, fonte <https://www.spacresearch.com/>.

Rank	Underwriter	Bookrunner Volume (\$MM)	Bookrunner Count
1	Citigroup	2,751.7	15
2	Credit Suisse	2,109.9	10
3	Cantor Fitzgerald	2,007.8	9
4	Morgan Stanley	1,927.7	6
5	Barclays	1,678.8	11
6	EarlyBirdCapital	1,519.6	8
7	Jefferies	1,361.2	7
8	JP Morgan	1,304.4	9
9	UBS	1,154.0	5
10	BofA Securities	1,137.0	7

Tabella 2: *Underwriter* classificati per volume d'affari, operanti tra USA e Canada nel 2021, fonte <https://www.spacresearch.com/>.

I titoli delle SPAC vengono dunque ceduti dai *promoter* all'*underwriter* attraverso un accordo chiamato "*Firm Commitment*" e ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo d'offerta;

questo per assicurare che al termine del processo di quotazione la SPAC possa disporre di un ammontare di risorse sicure e stabilite a priori.

### 1.2.2 UNDERPRICING E ASIMMETRIE INFORMATIVE

Un tema ricorrente in letteratura durante l'offerta pubblica iniziale è senza dubbio l'*underpricing*. L'*underpricing* è quel fenomeno tipico delle operazioni di IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione. Alle società quindi, è concessa la possibilità di offrire al pubblico azioni ad un prezzo minore al supponibile prezzo di mercato al momento della quotazione; questo principalmente per attrarre investitori, ma di fatto, per le società è come se parte di soldi venisse lasciata sul tavolo (c.d. "*the money left on the table*"). A confermare questo evento nelle IPO tradizionali vi sono diversi articoli, tra i più famosi vi è Ritter e Welch (2002) in cui viene documentata una media positiva del *first day return* in ogni anno dal 1980 al 2001, per un valore totale medio del 18,8%. Al contrario, nelle IPO di SPAC l'*underpricing* è un evento meno marcato, infatti questo dato scende al 3,8% (Jog e Sun, 2007) e al 1,23% (Boyer e Baigent, 2008). La spiegazione di questa differenza può essere trovata nella struttura delle SPAC, infatti, in queste società è concesso il diritto di recesso e la restituzione della propria quota per gli investitori nel caso in cui non siano d'accordo con la *business combination* proposta; argomento che verrà approfondito in seguito.

Nella prassi, nel vasto insieme degli investitori, si possono individuare due macrogruppi: quelli informati<sup>9</sup>, come assunto in (Rock, 1986), e gli investitori occasionali, che nella maggior parte dei casi non sono informati. Questa disomogeneità di informazione potrebbe portare alla manifestazione di comportamenti opportunistici. Per limitare e prevenire questi eventi, oltre a garantire incentivi monetari ai membri del *management team*, sono comuni nelle SPAC i già citati *warrant*. Questi strumenti finanziari riducono fortemente atteggiamenti di questo tipo e cercano inoltre di assicurare una gestione societaria più corretta grazie ad una doppia azione: il detentore del *warrant* potrà acquistare ulteriori titoli azionari solo in relazione all'integrazione societaria, e dall'altra parte, il *management team* non avrà un'immediata cessione di titoli di partecipazione, che saranno resi disponibili solo dopo l'eventuale esercizio da parte dei soci. I *warrant* rappresentano dunque una specie di finanziamento controllato e correlato alla *business combination*, che permette anche un monitoraggio dei manager da parte degli *shareholders*.

---

<sup>9</sup> Rock (1986) costruisce un modello per il mercato IPO con due tipi di investitori. Il primo è costituito da investitori che hanno una migliore conoscenza del flusso di cassa prospettico rispetto all'imprenditore. Il secondo tipo sono invece gli investitori disinformati che non hanno una conoscenza del flusso di cassa futuro dell'azienda. Questa asimmetria informativa può portare al c.d. "*lemons problem*".

### 1.3 RICERCA DELLA SOCIETÀ TARGET E LA BUSINESS COMBINATION

Premettendo l'impossibilità delle SPAC ad avere un'azienda *target* pre-identificata; da questo momento, tutte le energie si focalizzano nella fase più importante, ovvero quella di ricerca e selezione di una *target company*. Questo ciclo dura mediamente dai 18 ai 24 mesi ma può essere prolungato dall'assemblea, se sussistono i presupposti<sup>10</sup>. In diversi casi riscontrati nelle prime SPAC, gli stessi *founders* e gli *underwriters* imponevano un limite massimo di 24 mesi per questa fase; ma è solo nel 2008 che il NASDAQ<sup>11</sup> e il NYSE<sup>12</sup>, stilando una serie di requisiti per la quotazione di queste società, imposero il periodo di ricerca a 36 mesi.

La selezione ricade su imprese che siano sufficientemente grandi da poter sostenere le spese e l'organizzazione di una società quotata, ma allo stesso tempo, devono essere sufficientemente piccole da non avere le capacità di portare a termine il percorso per il raggiungimento del mercato dei capitali. Analizzando le caratteristiche delle società che hanno deciso di eseguire la fusione con una SPAC nel continente americano e in quello europeo, si possono notare delle differenze non di poco conto. In particolare, negli Stati Uniti vengono tendenzialmente individuate imprese che non sono in "buona salute" o che necessitano di importanti cambiamenti; mentre nella cultura del vecchio continente, il profilo principale dell'impresa rispecchia quello del tessuto economico della società, ovvero piccole e medie attività con un forte potenziale.

La fase più delicata di una SPAC è sicuramente la *business combination* che, entro certi limiti, rappresenta l'effettiva IPO della società. In questo stadio, diverse figure interagiscono tra loro e si presentano momenti critici per il proseguo dell'intero progetto. Per annunciare la *business combination*, le SPAC fanno riferimento ad un documento, che nel contesto americano è rappresentato dall'8-K *Form*. Nella suddetta documentazione vengono forniti dati e notizie in merito alla struttura dell'operazione proposta nonché viene anche divulgato il nome della *target*.

#### 1.3.1 PROPOSTA, APPROVAZIONE E PUNTI CRITICI

Individuata l'impresa oggetto di analisi, il *management team* avanza la sua proposta di integrazione societaria, che dovrà essere approvata dalla maggioranza dell'assemblea della SPAC. Se i voti contrari superano una determinata soglia, il progetto non può essere ultimato; tale limite si trova nel prospetto depositato al momento della quotazione. Nel tempo, questo tetto è variato, passando da una media del 20% per le SPAC comprese nel periodo 2003-2006

---

<sup>10</sup> Principalmente serve dimostrare di essere in trattativa con la *target* o comunque di avere iniziato i primi contatti.

<sup>11</sup> <https://www.nasdaq.com/>.

<sup>12</sup> <https://www.nyse.com/>.

(Shachmurove e Vulanovic, 2017), a una media del 30% per gli anni successivi (Rodrigues e Stegemoller, 2012). È importante sottolineare che in questa fase deve essere utilizzato almeno l'80% della somma vincolata nel conto *escrow*, pena la liquidazione della SPAC e quindi la restituzione di quanto depositato dagli azionisti durante l'IPO. Questo meccanismo ha la logica di impedire che parte consistente dei fondi venga inutilizzata, potendo ledere gli interessi degli investitori che, nel caso in cui la *business combination* si fermasse solamente all'acquisizione senza successiva fusione, perderebbero il controllo su tale ammontare. Dunque, questa condizione è necessaria in quanto il vincolo di approvazione per la movimentazione dell'*escrow account*, che ha per oggetto la maggioranza dei soci, decadrebbe e queste risorse resterebbero in mano ai manager venendo meno la possibilità di controllo da parte degli azionisti. Qualora la seduta assembleare abbia esito positivo, potrà concludersi nei seguenti modi:

- acquisto delle azioni della *target*;
- emissione di nuove azioni della *target*;
- fusione.

Essendo quest'ultima l'evoluzione più comune della *business combination*, si possono verificare due casi che hanno come fine la fusione (Fumagalli, 2014): 1) l'acquisizione del cento per cento delle azioni della *target company*, che di fatto rende la SPAC una holding fino al giorno della fusione. In questa situazione, la *target* diventerà quotata e i soci coincideranno con quelli della SPAC; 2) l'acquisizione di una parte della società, che renderà tale impresa quotata ma con un flottante pari alla quota acquisita dalla SPAC; la restante invece rimarrà in capo a chi la controllava prima dell'operazione. Nel caso in cui la SPAC voglia rimanere una holding, si genererà una società di tipo piramidale con l'azionariato al vertice rappresentato dagli azionisti della SPAC. Inoltre, è tendenza degli investitori reagire in maniera più positiva all'annuncio di fusione quando il *board* ha un *network* più esteso (Cai e Sevilir, 2012). Questo secondo alcuni è legato alla mancanza di una effettiva storia nella società e la presenza di una rete ampia di contatti risulta per questo motivo, un valore particolarmente apprezzato. Al termine della *business combination*, il *management team* viene remunerato attraverso *warrant* di sottoscrizione di azioni ordinarie a condizioni particolarmente vantaggiose, o azioni con rapporti di conversione premianti.

Approvata l'integrazione societaria, gli investitori della SPAC sono liberi di recedere dall'iniziativa dell'assemblea e recuperare la propria quota. Questo, per *management team*, consiste in una riduzione dei fondi presenti nel conto fiduciario necessari per l'operazione e talvolta comporterebbe il fallimento del progetto. Per evitare ciò, la SPAC può ricorrere ai seguenti modi:

- cercare nuovi investitori;

- indebitarsi;
- ridurre la grandezza dell'operazione (ad esempio, acquistando meno azioni).

È chiaro a questo punto, che una maggioranza appena sufficiente potrebbe implicare l'approvazione di progetti in cui, una parte più o meno consistente dei soci e quindi dei fondi, venga a mancare.

### 1.3.2 BULLDOG PROVISIONS E DIRITTO DI VOTO

Come discusso in precedenza, agli azionisti è concessa la facoltà di recedere liberalmente in caso di contrarietà al progetto, ma se il numero di questi è superiore ad un determinato valore percentuale, l'operazione non passa. Per questo motivo, con l'obiettivo di limitare comportamenti opportunistici da parte degli *shareholder* in questa fase, è sempre più usuale l'inserimento nelle SPAC della clausola “*bulldog provisions*<sup>13</sup>” (Fumagalli, 2014), un divieto per un singolo socio o più azionisti che operano coalizzati, di esercitare i diritti di voto per la parte in eccesso ad una data soglia di numero di azioni, generalmente fissata a 10%. L'inserimento di questo provvedimento ha lo scopo di impedire a pochi soci, uniti da interessi comuni, di utilizzare la minaccia del voto contrario per ricattare il *management team*, con la scusa di votare a favore della *business combination* solo a particolari condizioni. È evidente a questo punto che se non vi fosse presente questa clausola, l'esito dell'operazione verrebbe condizionato da pochi soggetti a discapito di tutti gli *stakeholder* della SPAC.

Gli investitori possono fare leva sul “greenmail<sup>14</sup>” per acquistare le azioni della SPAC con il fine di esercitare pressioni per quanto riguarda la *business combination*. Per limitare questi fenomeni, in questo caso si parla di “SPACmail”, si è constatata l'esistenza di alcuni casi in cui la struttura della SPAC non prevedesse l'approvazione da parte degli *shareholders*, della proposta di integrazione (Rodrigues e Stegemoller, 2012). Rimane anche in questo caso la possibilità di recedere e quindi di richiedere la restituzione della propria quota presente nel conto fiduciario. Questa tendenza è iniziata inseguito alla liquidazione di numerose SPAC a causa della disapprovazione della proposta di integrazione societaria. Come riportato in Rodrigues e Stegemoller (2012), gli *hedge fund*, prendendo di mira le *Special Purpose Acquisition Company*, minacciavano di votare contro ad ogni proposta, riscattando il valore delle proprie azioni, a meno che i *promoter* non le acquistassero ad un valore significativamente maggiore. Così nel 2010 il NASDAQ e nel 2017 il NYSE, hanno optato per la rimozione del

---

<sup>13</sup> Dal nome di un fondo di investimento attivista che nel 2008 ha accumulato una grande partecipazione nella SPAC: TM Entertainment and Media, presentando una dichiarazione di delega per sostituire il consiglio di amministrazione e forzare una liquidazione anticipata dello SPAC. <https://www.kirkland.com>.

<sup>14</sup> Pratica di acquistare una quantità sufficiente di azioni di una società, tali da poter minacciare un'acquisizione ostile e rivenderle alla società ad un prezzo superiore al valore di mercato.



requisito di approvazione degli azionisti a condizione che fosse implementata l'offerta pubblica d'acquisto. L'insorgere di questo nuovo vincolo organizzativo ha portato alla sempre più comune clausola presente nel contratto di M&A con la *target*, la quale prevede il blocco dell'operazione qualora vi sia un determinato numero di soci che richiedono la conversione delle azioni.

### 1.3.3 SCIoglimento

In questo paragrafo si andrà ad esplicitare brevemente ma in maniera esaustiva, le cause e le conseguenze legate allo scioglimento della SPAC, approfondendo la fattispecie nell'ordinamento giuridico italiano.

Qualora al termine del periodo prefissato, nessuna *business combination* è stata conclusa o presentata, il modello della SPAC prevede la liquidazione automatica della società. Se invece, la proposta di integrazione societaria non venisse approvata dal consiglio di amministrazione, in questo caso, e solo nella condizione in cui se lo statuto della SPAC lo preveda, il *management* può presentare una nuova proposta. Alternativamente o in caso di seconda disapprovazione, si procede con la liquidazione della società. A seguito della liquidazione avviene sempre la restituzione dei fondi, detenuti nel conto *escrow*, a tutti i soci.

Prendendo come riferimento il sistema giuridico italiano, lo scioglimento automatico della società, può essere eseguito in due modi: prevedere nello statuto una specifica clausola di scioglimento, o in alternativa, prevedere nell'atto costitutivo un termine di durata della società che corrisponda a quello ultimo entro cui realizzare la *business combination*. Il primo caso è consentito dall'art. 2484 c.c., comma 1, cause di scioglimento di società di capitali, mentre il secondo caso si riferisce all'art. 2328 c.c., comma 2, atto costitutivo. Giunti a questo punto, il dibattito sorge in merito alla determinazione del valore della quota da restituire. Il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto "competitività"), con l'obiettivo di attribuire un più corretto valore delle azioni in caso di recesso, ha eliminato il riferimento all'utilizzo della media aritmetica degli ultimi sei mesi dei prezzi di chiusura, impostandolo però come limite minimo. La determinazione del valore è lasciata allo statuto sulla base dei criteri presenti per le società non quotate, perciò ai sensi dell'art. 2437 c.c. l'ammontare è scelto dagli amministratori in funzione della consistenza patrimoniale, alle prospettive reddituali e al valore di mercato delle azioni. Suddetto articolo, inoltre prevede l'assoluto divieto di rendere più gravoso l'esercizio del recesso.

La possibilità di ritirarsi dall'investimento fatto nella SPAC è, da un punto di vista psicologico, importante al fine di distogliere l'attenzione dal costo opportunità che gli

investitori si accollano; infatti, l'investimento in una SPAC è considerato privo di volatilità fino ai primi *rumor* e, in definitiva, fino all'annuncio dell'integrazione societaria (Fumagalli, 2014).

## 2. LE SPAC COME ALTERNATIVA PER LA RACCOLTA DI CAPITALE

---

L'anno 2021 ha segnato un record importante per il mondo delle SPAC. In questo periodo, sono 613 le IPO di SPAC avvenute per un totale di 968 IPO statunitensi complessive. Un'incidenza percentuale, relativamente alle offerte pubbliche, superiore al 50%; tendenza questa che si manifesta per il secondo anno consecutivo e in costante crescita negli ultimi 6 anni; come palesato nella Tabella 3.

Anno	SPAC IPOs	US IPOs	SPAC %
2021	613	968	63%
2020	248	450	55%
2019	59	213	28%
2018	46	225	20%
2017	34	189	18%
2016	13	111	12%
2015	20	173	12%
2014	12	258	5%
2013	10	220	5%
2012	9	147	6%
2011	16	144	11%
2010	7	166	4%
2009	1	70	1%
2008	17	47	36%
2007	66	299	22%
2006	37	214	17%
2005	28	252	11%
2004	12	268	4%
2003	1	127	1%

Tabella 3: Confronto offerte pubbliche di SPAC con USA IPO. fonte: <https://www.spacanalytics.com/>.

Dalla lettura della Tabella 3 si possono osservare due trend importanti, il primo che va dall'anno di lancio della prima SPAC fino alla grande crisi finanziaria del 2007-2008, il secondo che dal 2015 fino al 2021. Questo conferma che il modello SPAC è più che mai consolidato in termini di fattibilità tecnica, ribadendo infatti che nel biennio 2020-21, più della metà delle IPO ha seguito questo percorso. In termini più numerali, per dare maggiore chiarezza a questo fenomeno, il volume di capitali raccolto durante le offerte pubbliche svoltesi nell'anno (162,5 miliardi di dollari<sup>15</sup>), supera di gran lunga l'ammontare di tutti gli altri anni messi insieme (136,98 miliardi di dollari); riconfermando quanto detto in precedenza. A questo punto, interessante è capire quante di queste SPAC portino effettivamente a termine l'operazione e quante invece vengono liquidate. Come riportato nella Tabella 4, la percentuale di SPAC, rispetto al totale di IPO di SPAC avvenute nell'anno, che sono state liquidate è tendenzialmente

---

<sup>15</sup> Fonte: <https://spacdata.com/>.

diminuita. Infatti, nel 2010, quasi il 60% delle SPAC ha subito questa evoluzione, mentre nel 2018 e 2019 questo valore si aggira intorno al 4%.

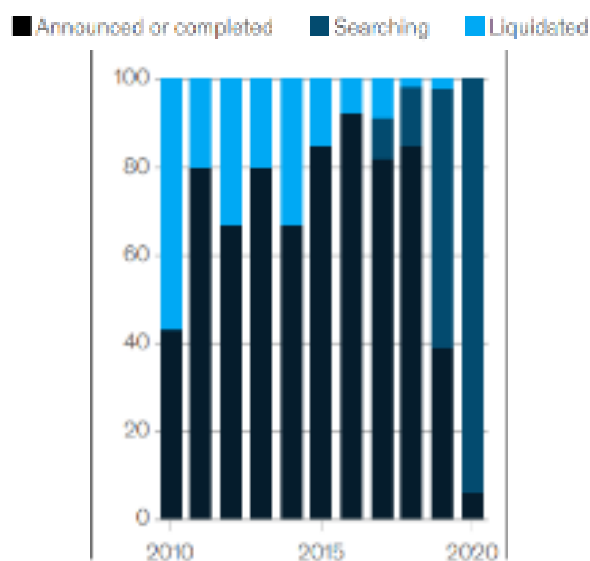


Tabella 4: Confronto annuo tra SPAC che hanno completato la *business combination*, che sono in cerca o che sono state liquidate. Fonte: Earning the premium: A recipe for long-term SPAC success, Kurt et al, 2020 p.3.

## 2.1 SPAC E PRIVATE EQUITY

Come accennato nel precedente capitolo, la SPAC è uno strumento finanziario che si colloca come via di mezzo tra mercato di capitali e *private equity* (PE). Infatti, come nei fondi di investimento, l’iniziativa nasce da professionisti del settore, la *target* non è determinata *ex-ante* e il *management team* è remunerato al termine dell’operazione. A fronte di queste somiglianze però, sono presenti importanti differenze con il mondo del *private equity*. Le SPAC, essendo società quotate, sono per loro natura un investimento più aperto, mentre i fondi di PE, avendo una quota meno semplice da negoziare all’interno delle società, si dimostrano un investimento poco liquido. Anche per la *target company* risulta più semplice reperire le informazioni di una società quotata rispetto ad un fondo privato di investimento, potendo però contare su quest’ultimo sulla storia e sugli investimenti fatti in precedenza. La forma di *public company*, a differenza dei modelli di PE, impone alle SPAC maggiore trasparenza nel rilasciare informazioni a tutti gli *stakeholders*. Nel concreto però, questa trasparenza risulta essere più una formalità che una vera distinzione; questo perché essendo una società senza nessuna storia effettiva alle spalle, risulta essere una semplice “scatola vuota”<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Filippo Garramone (2020), Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), p. 165.

Vale la pena citare anche la differenza in termini partecipativi dei soci; infatti nelle SPAC, a differenza degli *shareholders* nei PE, gli investitori vengono coinvolti in maniera totale nella *business combination*, potendo anche uscire liberamente ed essere così liquidati. Si deve tenere conto però che nel PE è comune la nomina di un *advisory board* da parte degli investitori del fondo (Fumagalli, 2014); questo organo esterno e indipendente dall'azienda, funge da comitato consultivo in materia di investimenti e di gestione delle operazioni.

All'interno della sfera del PE possiamo trovare importanti realtà quali i *venture capital* (VC), che disponendo di enormi capitali, possono mirare ad investire in imprese che sono ancora in fase iniziale, ovvero quando il valore della partecipazione è sostanzialmente basso, e puntare quindi ad un *exit* con ritorni economici importanti rispetto l'investimento fatto. Gli investitori dei VC, in genere pochi soggetti (ad esempio fondi pensione) con grandi disponibilità finanziarie, si obbligano a versare periodicamente una determinata rata, accettando il rischio di dover pagare sanzioni in caso di inadempimento. Confrontando questo con il modello della SPAC, si può notare subito un'importante differenza; infatti, in questo tipo di società, gli *shareholders* della SPAC versano la propria somma contestualmente all'offerta pubblica iniziale e non regolarmente tramite *drawdown*<sup>17</sup>. Ancora, i fondi di VC nell'arco della loro esistenza possono permettersi di eseguire più operazioni, mentre le SPAC, in un periodo piuttosto limitato eseguono un investimento di tipo *one-shot*.

La più sostanziale differenza tra i fondi di *private equity* e le *Special Purpose Acquisition Company* è sicuramente la remunerazione del *management team*. Infatti, come abbiamo ampiamente spiegato, i fondi raccolti in sede di quotazione dalla SPAC vengono depositati in conti *escrow* e non vi è la possibilità da parte dei manager di attingere a quelle somme. Di conseguenza, nelle categorie del PE, solo nelle SPAC il compenso ai manager è condizionato alla realizzazione della *business combination*; mentre di norma nei vari *venture capital*, fondi di *leveraged buy-out*, *business angels* o simili, la remunerazione è legata al profitto, a prescindere dalle operazioni impiegate per ottenerlo.

Seppur brevemente, è opportuno a questo punto approfondire un altro aspetto che differenzia le due strutture societarie, ovvero il conflitto di interesse. Nei fondi di PE è consueto il ricorso a clausole e vincoli contrattuali per limitare situazioni di questo tipo tra i manager. Ad esempio, nei *venture capital* è presente un tetto, in termini di denaro, per l'investimento da parte di tali figure nelle società presenti nel portafoglio del fondo. Questo ha lo scopo di prevenire e quindi evitare, la maggior attenzione in termini di tempo e di risorse intellettuali dei manager in determinate imprese. Invece, la struttura delle SPAC è chiara fin dal principio con gli

---

<sup>17</sup> Termine usato nel mondo del private equity ed indica che il capitale impegnato dai soci accomandanti di un'azienda a un fondo di private equity, non viene investito immediatamente ma viene richiamato periodicamente.

investitori, informando che il *management team* può non dedicarsi esclusivamente alla società; è quindi possibile l'eventuale scarsa partecipazione al progetto. Le motivazioni dietro a queste discrepanze vanno ricercate specialmente nel sistema di tutele, nei confronti degli azionisti, messo in atto dalle SPAC.

## 2.2 IL COSTO DI QUOTARSI

È utile a questo punto capire quali sono i costi che le società affrontano per raggiungere il mercato azionario. Escludendo i costi per la registrazione alla SEC e le spese legali, il costo preponderante per la quotazione diretta è rappresentato dai consigli finanziari pagati dalle società alle banche di investimento (Gahng *et al*, 2021). Per la tradizionale IPO, i costi si possono dividere in due tipi: i costi diretti, rappresentati dalle commissioni degli *underwriter*, e i costi indiretti, costituiti dall'*underpricing* (Gahng *et al*, 2021). Analizzando le spese sostenute tramite fusione con la SPAC, insorge, oltre alle commissioni<sup>18</sup> e all'*underpricing*, anche il costo di diluizione, manifestato dalle azioni detenute dai *promoter* e dai *warrant* in mano agli azionisti. Dall'evidenza di queste spese indirette, si può concludere che dal punto di vista della *target company*, quotarsi in borsa tramite SPAC è un procedimento molto più costoso rispetto al percorso tradizionale (Gahng *et al*, 2021). Infatti, il costo totale della mediana società quotata in borsa tramite fusione con una SPAC, tra gennaio 2015 e marzo 2021, è stato del 14,6% del valore totale delle azioni post capitalizzazione, mentre per le IPO tradizionali, tale valore si aggira in torno al 3,2%.

Ma allora perché così tante società hanno scelto la quotazione via SPAC? Sicuramente esistono più spiegazioni e si possono trovare nella struttura di questo meccanismo e nell'evoluzione del sistema economico. Gli ultimi 15 anni sono stati caratterizzati da due grandi crisi che hanno reso l'accesso al credito bancario complicato, per via dei requisiti più stringenti (Fumagalli, 2014). La necessità per le società di crescere e internazionalizzarsi ha portato al bisogno di trovare un percorso alternativo e più sicuro in termini di raccolta di capitale. Proseguendo, il prezzo di offerta durante un IPO è ricavato da uno studio sul possibile interessamento dei potenziali investitori condotto dopo il c.d. *roadshow*, incerto però fino all'ultimo giorno. La scelta di integrarsi con una SPAC rende questo step più certo, infatti, la valutazione monetaria della *target company* viene eseguita prima del parere del mercato. Poiché resistono ancora delle incertezze in merito al "*redemption rate*<sup>19</sup>", i termini della fusione prevedono anche una negoziazione sulla liquidità minima che deve essere destinata dalla SPAC

---

<sup>18</sup> Si veda il paragrafo sugli *underwriter* (p. 6).

<sup>19</sup> Il tasso di riscatto, o valore di riscatto, rappresenta la quota rimborsata agli azionisti che chiedono la liquidazione del proprio capitale investito.

all'azienda *target*. La *target company* pone particolare attenzione ad un dato non irrilevante; infatti, una quantità considerevole di liquidità è garantita durante la *business combination*, dalla raccolta in sede di IPO. Per un'impresa che si trova in difficoltà finanziaria, questo rappresenta una reale motivo di interesse. Per le piccole imprese e non, l'esperienza e la fama del *management team* rappresenta un'opportunità per avvalersi di una consulenza mirata e personale, simile a quella apportata dai *venture capital*. Un altro punto di forza di particolare rilievo che interessa alle società che valutano le SPAC come percorso per la quotazione è sicuramente il fattore tempo. Diversi studi infatti, riportano come le *Special Purpose Acquisition Company* possono chiudere l'integrazione societaria in pochi mesi, generalmente 3-4 mesi, a fronte di un periodo molto più lungo per l'IPO tradizionale, anche 18-36 mesi<sup>20</sup>. Per le IPO e per la quotazione diretta si aggiunge, tra le altre cose, il requisito di avere i bilanci certificati, mentre per l'azienda privata che effettua una fusione con la SPAC tale requisito non sussiste (Gahng *et al*, 2021), in quanto il bilancio certificato è già presente nella SPAC.

---

<sup>20</sup> Il tempo per la quotazione tramite tradizionale IPO varia a seconda di determinate circostanze e in base al lavoro svolto dall'azienda in termini di preparazione ai bilanci certificati.

### 3. IL FENOMENO SPAC IN NUMERI

---

L'origine delle SPAC si riscontra nel territorio americano, sviluppandosi e confermandosi prima in questo mercato e poi diffondendosi nel resto del mondo. Infatti, la prima SPAC registrata negli Stati Uniti risale al 2003, mentre è solo nel 2011 che compare la prima azienda con queste caratteristiche in Italia.

Cercando riscontro di quanto detto nella prima parte di questo elaborato, si è condotto uno studio in merito al fenomeno delle *Special Purpose Acquisition Company*, eseguendo un'analisi empirica su 16 SPAC che hanno completato la *business combination* in USA e su 11 SPAC quotate nel mercato italiano. Per diverse ragioni, i due campioni differenziano in termini di numero e di periodo; il primo campione, costituito da 16 aziende, è stato selezionato in base al periodo dell'integrazione societaria, ovvero in periodo pandemico, mentre per il secondo, non potendo vantare numeri sufficienti nel medesimo arco temporale, è costituito da 11 aziende comprese tra il 2011 e il 2018. Questo dato già ci permette di fare importanti considerazioni. Infatti, abbiamo ormai mostrato come durante la pandemia, il mondo delle SPAC sia esploso in USA, comportandosi talvolta come forza motrice per le imprese e per il superamento di questa delicata fase storica; mentre in Italia questo non è avvenuto, anzi si è fermato. In dieci anni, dal 2011 al 2021, sono 29 le SPAC quotate nella borsa italiana<sup>21</sup>, di cui 17 nel biennio 2017-2018, ma solo 2 tra il 2019 e il 2021.

#### 3.1 ANALISI DEL FENOMENO

L'obiettivo di questo studio è stato quello di osservare i rendimenti delle azioni delle SPAC nei momenti più salienti del loro operato, ovvero, durante il primo giorno di negoziazione, all'annuncio della *business combination* (BC) e alla data della *business combination*. In seguito a quest'ultima, si è calcolato il rendimento delle azioni della nuova azienda, ottenuta dalla fusione tra la *target* e la SPAC, ad un mese, a tre mesi, a sei mesi e ad un anno dalla BC.

L'analisi è stata pensata individuando due tipi di investitori, quelli che hanno deciso di investire nel vero e proprio modello di *business* della SPAC, simile per quanto detto al mondo del *private equity*, e quelli che si sono interessati alla nuova società presente nel mercato. Per i primi si è ipotizzato che l'investimento fosse contestuale all'IPO, dove si è riscontrato un valore costante per azione pari a dieci dollari o euro (coerentemente con quanto visto nella prima parte di questo documento) e si sono osservati gli scostamenti fino al giorno della BC; mentre per i

---

<sup>21</sup> Fonte: Dealflower, *financial and legal news*, articolo del 09/06/2021.



secondi è stato pensato che l'investimento coincidesse alla BC e si sono osservate le variazioni di prezzo sino ad un anno da essa. Per questo motivo si è considerato che l'investitore ipotetico detenesse l'azione per i periodi stabiliti. Per la raccolta delle informazioni necessarie si è fatto riferimento in particolare al sito della SEC, della borsa italiana<sup>22</sup>, di *SPAC Research*<sup>23</sup> e di *yahoo finance*<sup>24</sup>.

Fatte queste doverose premesse, lo studio eseguito con riferimento ai due campioni territoriali di SPAC, è stato riassunto nella Tabella 5.

	ITALIA					USA				
	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile
Quotazione IPO	10,00 €	- €	10,00 €	10,00 €	10,00 €	\$10,00	\$0,00	\$10,00	\$10,00	\$10,00
Capitale raccolto mln	150,41 €	167,54 €	100,00 €	50,75 €	140,00 €	\$260,02	\$76,98	\$269,38	\$222,81	\$308,24
Ritorno primo giorno di negoziazioni	-2,27%	3,22%	-2,18%	-3,75%	0,00%	-1,88%	0,82%	-2,00%	-2,35%	-1,71%
Rendimento all'annuncio	-1,63%	3,02%	-1,00%	-2,00%	-0,12%	17,21%	16,81%	11,00%	2,40%	34,05%
Rendimento alla BC	3,58%	15,80%	4,50%	-4,86%	9,95%	58,11%	47,94%	49,65%	20,78%	83,68%
Rendimento dopo 1 mese dalla BC	1,66%	8,97%	1,04%	-4,44%	3,30%	-3,33%	31,42%	-13,05%	-20,99%	9,14%
Rendimento dopo 3 mese dalla BC	0,01%	10,36%	-3,09%	-4,13%	2,11%	-14,92%	29,00%	-23,80%	-32,19%	-5,88%
Rendimento dopo 6 mese dalla BC	2,17%	13,18%	3,66%	-2,33%	11,01%	-42,10%	34,19%	-47,89%	-62,30%	-27,30%
Rendimento ad un anno dalla BC	-3,24%	18,14%	0,67%	-17,39%	6,09%	-63,83%	23,77%	-71,52%	-81,69%	-56,93%
Delta giorni tra IPO e annuncio	388,36	141,07	398,00	337,50	457,50	453,56	100,64	468,50	415,75	524,75
Delta giorni tra annuncio e BC	145	70,10	119	111,5	162,5	137,69	43,05	127,50	104,50	173,25

Tabella 5: Confronto rendimenti SPAC italiane e americane. BC= *business combination*.

Facendo riferimento a questi dati e tenendo in considerazione quanto detto sulla differenza dei due campioni, si possono osservare importanti differenze e qualche aspetto in comune. Primo indicatore differente, relativo alla grandezza del fenomeno, è il capitale raccolto in fase di IPO in cui si individua uno scostamento medio di 110 milioni tra i due stati, ma considerando la mediana e preferendola per via della numerosità campionaria, tale scarto aumenta a 170 milioni circa. Più simile è invece il numero di giorni medi riscontrati tra la data di IPO e l'annuncio dell'operazione rilevante e tra l'annuncio di questa e l'effettiva *business combination*. Si è osservato infatti che il tempo medio tra la data di quotazione delle SPAC e la loro fusione, è di 533 giorni (388+145) per le società italiane, mentre è di 590 giorni (453+137)

<sup>22</sup> <https://www.borsaitaliana.it/>.

<sup>23</sup> <https://www.spacresearch.com/>.

<sup>24</sup> <https://it.finance.yahoo.com/>.

per quelle nel mercato americano; rispettando pienamente il limite di 36 mesi imposto dal requisito per l'ammissione al NASDAQ o al NYSE.

Entrando nel vivo dell'analisi, osservando il ritorno al primo giorno di negoziazione, si è palesato un fenomeno opposto all'*underpricing*; infatti, i dati dimostrano un rendimento negativo in tutte e due i campioni. Questi valori si discostano da Gahng *et al* (2021) in cui vi è un rendimento positivo del 3,7% per il primo quadrimestre del 2021 e del 0,3% nel secondo quadrimestre. La differenza può derivare dalla diversa numerosità dei campioni di riferimento.

La situazione invece è completamente diversa all'annuncio della BC. Mentre nel mercato italiano il rendimento continua ad essere inferiore allo zero, nel mercato americano si sono constatati ritorni medi del 17%, considerando comunque una deviazione standard elevata (16,81%).

Giunti alla *business combination*, si è verificato un rendimento positivo delle azioni su tutti e due i territori, ma con valori notevolmente differenti. In USA si sono registrati variazioni positive medie all'ordine del 58,11%, confermate da una mediana pari a 49,65% e dal 25° e il 75° percentile rispettivamente pari a 20,78% e 83,68%. La realtà italiana risulta meno brillante, con ritorni medi del 3,58% a fronte di una mediana sita al 4,50% e i due percentili pari a -4,86% ed a 9,95%. In questa fase, Gahng *et al* (2021) osservano rendimenti medi del 15,9%, ma questa diversità può essere data da più fattori, tra cui sicuramente la numerosità campionaria e il metodo di analisi del rendimento. In tale elaborato si è optato per un calcolo del ritorno facente riferimento a cinque giorni prima della BC, mentre in questo studio si è preferito calcolare il ritorno nel giorno esatto della BC, coincidente con il primo giorno di trattativa delle azioni della nuova società.

A questo punto, volendo approfondire i rendimenti della nuova azienda, per capire le potenzialità di un investimento nella nuova società formata, si è analizzato il rendimento delle azioni ad un mese, tre mesi, sei mesi e ad un anno dalla rispettiva data di *business combination*. Anche in questa fase le due nazioni evidenziano situazioni completamente diverse. Nel campione italiano, i rendimenti medi post integrazione societaria sono positivi fino al sesto mese successivo, e negativi per -3,24% ad un anno. Il campione americano invece, mette in evidenza solamente dati negativi, terminando ad un anno dalla BC con un valore medio pari a -63,83%. Questo risultato potrebbe essere influenzato dalla situazione pandemica tutt'ora in corso. Ritorni non positivi si sono verificati anche nella tabella 5 in Gahng *et al* (2021), in cui si è analizzato il rendimento medio ad un anno, dal 2012 al 2020 ed è stato individuato un valore medio tra tutti gli anni pari a -8,1%, ma con oscillazioni tra il -53,2% e il +24%. A questo proposito, per rappresentare in maniera più intuitiva tali osservazioni, si vuole fare riferimento

al Grafico 1. I valori situati in alto sono riferiti alle SPAC italiane, mentre i valori in basso sono riferiti alle SPAC americane.

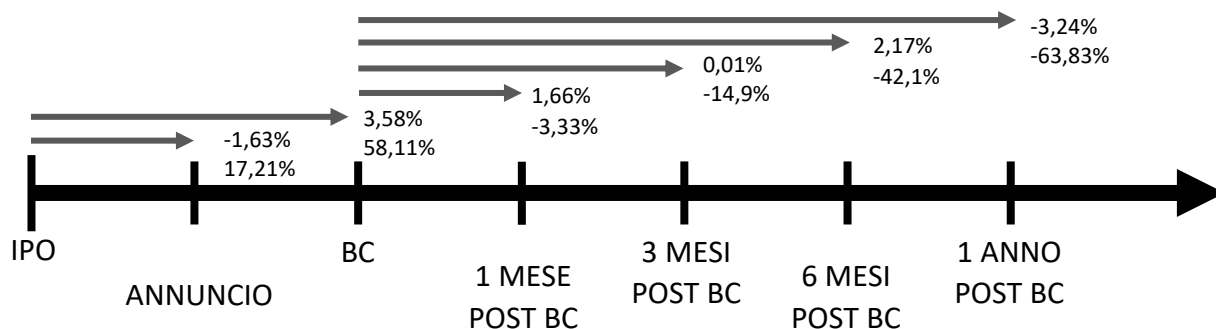


Grafico 1. Confronto dei rendimenti percentuali delle azioni. Ogni valore in alto fa riferimento alle SPAC italiane, ogni riferimento in basso fa riferimento alle SPAC americane.

### 3.2 CONFRONTO DI RENDIMENTI TRA SPAC E IPO TRADIZIONALI

Volendo ulteriormente approfondire questo fenomeno, è stato condotto un confronto tra le SPAC e la quotazione tramite offerta pubblica tradizionale. Per eseguire ciò, sono stati individuati due ulteriori campioni costituiti da società che hanno eseguito un IPO classica. Questi due gruppi sono formati da una numerosità campionaria pari a quella dei campioni delle SPAC (11 italiane e 16 americane) e sono state scelte solo imprese presenti nei due territori, Italia e Stati Uniti.

I dati ottenuti da questa seconda analisi empirica sono stati riassunti nella Tabella 6. Per reperire le informazioni necessarie, sono stati utilizzati il sito della borsa italiana, *yahoo finance* e il sito/banca dati di *stock analysis*<sup>25</sup>.

	ITALIA (IPO tradizionale)					USA (IPO tradizionale)				
	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile
Prezzo di collocamento (IPO)	4,88	3,45	3,25	2,82	7,00	11,67	5,80	12,00	6,75	16,25
Primo giorno di negoziazione	5,47%	15,45%	3,73%	-4,05%	9,21%	18,93%	33,19%	20,21%	-5,06%	34,25%
Ad un anno dall'IPO	7,47%	48,62%	4,60%	-10,02%	22,97%	48,03%	95,70%	31,93%	-37,80%	99,14%

	ITALIA (SPAC)					USA (SPAC)				
	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile	Media	Dev. St.	Mediana	25°percentile	75°percentile
Prezzo di collocamento (IPO)	10,00	0,00	10,00	10,00	10,00	10,00	0,00	10,00	10,00	10,00
Primo giorno di negoziazione	-2,27%	3,22%	-2,18%	-3,75%	0,00%	-1,88%	0,82%	-2,00%	-2,35%	-1,71%
Rendimento alla BC	3,58%	15,80%	4,50%	-4,86%	9,95%	58,11%	47,94%	49,65%	20,78%	83,68%
Rendimento ad un anno dalla BC	-3,24%	18,14%	0,67%	-17,39%	6,09%	-63,83%	23,77%	-71,52%	-81,69%	-56,93%

Tabella 6. Confronto tra i rendimenti delle IPO tradizionali e le SPAC. BC= *business combination*.

<sup>25</sup> <https://stockanalysis.com/>.

Facendo riferimento a questa tabella, il confronto che emerge, per quanto valido statisticamente, è utile a capire le varie tendenze. Rilevante sin dall'inizio è la differenza tra i prezzi di collocamento delle varie IPO; mentre per le SPAC il valore è fisso e pari a 10, per le IPO italiane si riscontra un valore nettamente più basso, rispetto a quelle americane. Come dimostrato in Ritter e Welch (2002), le IPO tradizionali evidenziano ampiamente l'*underpricing* e tale fenomeno è stato dimostrato anche in questo studio. Infatti, si è calcolato un rendimento medio positivo al primo giorno di negoziazione uguale a 5,47% per le società italiane ed a 18,93% per quelle americane.

A differenza del rendimento ad un anno dalla BC del campione delle SPAC, il campione delle IPO tradizionali ha rilevato un rendimento medio ad anno rispettivamente dell'ordine di 7,47% e di 48,03%. I valori medi sono fortemente influenzati dai valori anomali, infatti si è analizzata una deviazione standard del 48,62% per il gruppo di aziende italiane e del 95,7% per il gruppo americano.

Un dato che spicca a riguardo delle società americane è quello relativo al rendimento ad un anno. Infatti, nonostante il periodo di riferimento sia lo stesso, si analizzano *trend* completamente diversi. In effetti, gli investitori in società che hanno eseguito la fusione con una SPAC, hanno potuto osservare un ritorno negativo (-63,83%); mentre quelli che hanno investito in aziende che hanno optato per l'IPO tradizionale, hanno realizzato considerevoli profitti (+48,03%). Non è ben chiaro il motivo di questo forte divario, una possibile spiegazione potrebbe nascere dal settore di attività delle società.

## 4. CONCLUSIONI

---

Questo elaborato, concentrandosi inizialmente sul funzionamento delle SPAC e poi sui rendimenti di essa, ha raggiunto l'obiettivo impostosi ad inizio studio. Focalizzandosi sull'ultima parte, sono stati studiati i rendimenti delle azioni delle *Special Purpose Acquisition Company* nei diversi stadi di sviluppo più rilevanti per essa. I dati ottenuti sono stati raccolti con riferimento a due campioni, uno americano costituito da 16 SPAC e da uno italiano costituito da 11 SPAC. Per motivi legati alla diversa manifestazione del fenomeno nei due territori di riferimento, il primo campione attinge a società che hanno concluso la fusione nel periodo pandemico, mentre il secondo campione è costituito da imprese comprese tra il 2011 e il 2018. I rendimenti sono stati pensati dividendo gli investitori in due gruppi, quelli che hanno investito nella prima fase della SPAC, ovvero dall'IPO alla *business combination*, e quelli che hanno investito da questa sino ad un anno dopo. I dati hanno evidenziato rendimenti diversi sia nei due campioni e sia nei due momenti di riferimento. Più nel dettaglio, gli investitori delle SPAC americane hanno registrato un ritorno medio delle azioni pari al 58,11%, mentre gli investitori delle SPAC italiane hanno osservato un ritorno pari al 3,58%. Per tutti gli investitori nelle nuove società ottenute dalla fusione, si sono analizzati rendimenti negativi, ma in valori differenti per i due campioni; in quello italiano si è calcolato un -3,24%, mentre per quello americano un -63,83%. Quest'ultimo dato potrebbe però essere l'influenzato dell'emergenza attuale. Con riferimento ai valori ottenuti in Ganhg *et al* (2021), si notano differenze in diversi punti, ma la causa può essere dovuta al modo in cui si è deciso di calcolare il rendimento dell'azione, oltre che alla diversa numerosità campionaria.

Per maggiore completezza, si sono confrontati questi due campioni, con altri due campioni di società che hanno raggiunto il mercato dei capitali tramite IPO tradizionale. La composizione di questi due gruppi è stata scelta per renderla uguale alla composizione dei due gruppi di SPAC, ovvero 11 IPO italiane e 16 americane. L'evidenza empirica su questi campioni ha confermato quanto riportato in Ritter e Welch (2002), registrando un valore di *underpricing* pari a 5,47% per quelle italiane ed a 48,03% per quelle americane. Esaminando il mercato degli Stati Uniti, i due campioni studiati hanno manifestato dati significativamente diversi, in particolare quello relativo al rendimento ad anno. Al contrario di quanto ci si possa aspettare e tenuto in considerazione il periodo in cui sono state selezionate le imprese, si sono manifestati rendimenti nettamente differenti.

Dal punto di vista delle *target company* si è sottolineato come la quotazione via SPAC sia un'alternativa meno economica rispetto alla quotazione diretta o all'IPO tradizionale. Nonostante ciò, di particolare rilievo è il dato relativamente basso delle commissioni per gli

*underwriter* che risulta essere del 5,5%. In particolare, negli ultimi anni, la commissione viene divisa in due momenti, la prima del 2% versata contestualmente all'IPO, mentre la seconda, del 3,5%, è differita e legata alla *business combination*. Invece, la motivazione principale che spinge le società ad eseguire la fusione con le SPAC è principalmente legata alla velocità con cui la *target* raggiunge il mercato azionario. I dati, infatti, hanno individuato un tempo medio tra l'annuncio e la realizzazione dell'integrazione societaria, di circa 140 giorni, periodo notevolmente inferiore rispetto a quello delle IPO tradizionali.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

---

- Cai, Y., & Sevilir, M., 2012. Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics* [online]. 103 (2). P. 327-349. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.017>> [Data di accesso: 19/04/2022];
- Boyer, C. M., Baigent G. G., 2008. SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices. *The Journal of Private Equity* Summer [online]. 11 (3), Disponibile su <<https://doi.org/10.3905/jpe.2008.707198>> [Data di accesso: 03/05/2022];
- Cumming, D., Haß, L. H., Schweizer, D., 2014. The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs. *Journal of Banking & Finance* [online]. 47 (1). P. 198-213. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.003>> [Data di accesso: 20/04/2022];
- Dimitrova, L., 2017. Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man's private equity funds”. *Journal of Accounting and Economics* [online]. 63 (1). P. 99-120. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.10.003>> [Data di accesso: 14/04/2022];
- Fumagalli, M., 2014. *Lo sviluppo della SPAC (special purpose acquisition company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa.* 1° ed. Italia: Egea;
- Gahng, M., Ritter, J. R., Zhang, D., 2021. SPACs. Disponibile su SSRN [online]: <<https://ssrn.com/abstract=3775847>> [Data di accesso: 11/04/2022];
- Garramone, F., 2020. Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC). *Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale* [online]. Disponibile su: <<https://www.rivisteweb.it/doi/10.1435/96784>> [Data di accesso: 03/04/2022];
- Jog, V., Sun, C-, 2007. Blank Check IPOs: A Home Run for Management. Disponibile su SSRN [online]: <https://ssrn.com/abstract=1018242> [Data di accesso: 03/05/2022];
- Lakicevic, M., Vulanovic, M., 2012. A story on SPACs. *Managerial Finance* [online]. 39 (4). P. 384-403. Disponibile su <<https://doi.org/10.1108/03074351311306201>> [Data di accesso: 10/04/2022];
- Ritter, J. R., Welch, I., 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance* [online]. 57 (4). P. 1795-1828. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>> [Data di accesso: 20/05/2022];

- Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* [online]. 15 (2). P. 187-212. Disponibile su <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)> [Data di accesso: 17/05/2022];
- Rodrigues, U., Stegemoller, M., 2012. Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACS. *UGA Legal Studies Research* [online]. Paper N. 11-12, Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1948642> [Data di accesso: 12/04/2022];
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., Vulcanovic, M., 2014. Institutional changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *The North American Journal of Economics and Finance* [online]. 28 (1). P. 149-169. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002>> [Data di accesso: 29/04/2022];
- Shachmurove, Y., Vulcanovic, M., 2017. SPAC IPOs. *Oxford Handbook of IPOs, edited by Douglas Cumming and Sofia Johan, 2017, Forthcoming* [online]. Disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=2898102> [Data di accesso: 03/05/2022].