



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

Reverse Merger: alternative alla quotazione tradizionale.

**Un'analisi comparata dei benefici, delle criticità e
dell'esperienza di mercato.**

RELATORE

Chiar.mo Prof. Alessandro Pansa

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Vittorio Vecchione

CANDIDATO

Marco Civitillo

Matr. 677101

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

*Dedico questo lavoro a P., I. e M.
Grazie a loro ho imparato ad apprezzare
il valore della vita*

Indice

INTRODUZIONE	4
1.IPO.....	7
1.1 Considerazioni generali.....	7
1.2 Strutturazione di un'IPO.....	11
1.2.1 Fasi	13
1.2.2 Post-Operazione.....	21
1.2.3 Attori.....	26
1.2.4 Nuovi trend a supporto delle PMI: il mercato AIM.....	32
1.3 Motivazioni alla base dell'operazione.....	34
1.4 Rischi connessi all'operazione	37
2. REVERSE IPO	39
2.1 Considerazioni generali: i diversi casi di <i>Reverse Merger</i>	39
2.2 SPAC: nascita ed evoluzione	41
2.2.1 Strutturazione e funzionamento	45
2.2.2 Fattori di successo dell'operazione e caratteristiche del mercato italiano.....	53
2.2.3 Vantaggi e criticità: la prospettiva dei promotori	57
2.3 <i>Reverse Takeover</i> : disciplina dell'Offerta Pubblica d'Acquisto e il <i>market for corporate control</i>	59
2.3.1 <i>Reverse Takeover</i> sul mercato AIM e sull'MTA	64
2.3.2 <i>Excursus</i> sui casi di esenzione dall'obbligo dell'Opa: la clausola <i>whitewash</i>	68
3.IPO E REVERSE IPO: UN'ANALISI COMPARATA.....	71
3.1 Differenze nella strutturazione delle diverse operazioni.....	72
3.2 Attori coinvolti.....	77
3.2.1 Promotori e intermediari	79
3.2.2 Investitori	83
3.2.3 La società.....	88
3.3 Analisi comparata dei vantaggi: la prospettiva dell'imprenditore.....	94
4. ANALISI DEL CONTESTO ITALIANO	101
4.1 Il caso KrEnergy – SE.R.I. Industrial: un esempio di <i>Reverse Takeover</i> sul mercato MTA. <i>Overview</i> delle società coinvolte.....	101
4.1.1 Descrizione dell'operazione.....	114
4.2 Analisi dei rendimenti delle SPAC in Italia	119
CONCLUSIONE.....	124
BIBLIOGRAFIA	128
SITOGRAFIA	133

INTRODUZIONE

Il sistema finanziario italiano si contraddistingue per la centralità delle banche, in cui gran parte delle imprese ricorre al capitale di debito per finanziare i propri piani di sviluppo. In seguito alla crisi finanziaria del 2008, e dopo la successiva *credit crunch*, gli istituti di credito sono stati sempre più riluttanti nel concedere finanziamenti vantaggiosi alle imprese, tanto più a quelle di dimensione inferiore poiché considerate maggiormente rischiose, rendendo sempre più complesso per le aziende reperire la liquidità necessaria per attuare i propri piani di sviluppo. Pertanto in un contesto come quello odierno, in cui vi è costante bisogno di adeguarsi ai cambiamenti tecnologici e di mercato e di possedere un'operatività su scala globale, l'accesso a fonti di finanziamento diversificate risulta fondamentale per le imprese più ambiziose.

Tuttavia la centralità del sistema bancario e la scarsa considerazione di molti imprenditori hanno contribuito a rendere più complesso lo sviluppo del mercato mobiliare, causando una notevole sottocapitalizzazione delle imprese.

Un'azienda è in grado di reperire liquidità, senza ricorrere al capitale di debito, attraverso due strumenti:

1. Investimento nel capitale di rischio da parte di un operatore di *private equity*.
2. Quotazione in Borsa tramite un *Initial Public Offering*.

La prima tipologia di investimento riguarda il mercato del *Private Equity* e *Venture Capital*, un settore ancora sottosviluppato in Italia o quantomeno non completamente allineato con gli standard anglosassoni ed Europei. L'Italia, infatti, fa parte della classe denominata '*Unclassified Europe*¹', ossia l'insieme di quei paesi la cui raccolta fondi è tanto bassa da essere accorpata in un'unica categoria. Oltre lo scarso sviluppo del settore, un'impresa partecipata da un fondo di *private equity* non ha accesso allo stesso ammontare di risorse finanziarie e alla stessa visibilità di un'impresa quotata sul mercato borsistico.

La quotazione in Borsa garantirebbe sicuramente maggiore liquidità all'impresa, una concreta diversificazione delle fonti di finanziamento ed una notevole visibilità sui

¹ Per una trattazione più approfondita si veda: EVCA, "2016 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments", 2017.

mercati. Nonostante ciò, le operazioni di IPO, come detto, sono ostacolate dal *modus operandi* del tessuto imprenditoriale italiano, altamente focalizzato sul ruolo della famiglia fondatrice e poco propenso a sottostare alle stringenti regolamentazioni istituzionali e all'allargamento della base azionaria, elemento cardine della quotazione in Borsa. Non meno limitante è la complessità del processo di quotazione, caratterizzato da costi elevati, lentezza d'esecuzione ed incertezza riguardo l'effettivo successo.

In risposta alle limitazioni viste sopra, Borsa Italiana ha sentito la necessità di istituire, in seguito all'acquisizione da parte del *London Stock Exchange*, il mercato AIM (*Alternative Investment Market*), privo di una regolamentazione formale stringente e focalizzato sulle PMI² italiane più virtuose. La creazione di tale piattaforma avrebbe dovuto permettere il coinvolgimento di investitori internazionali specializzati in società di piccola capitalizzazione, ma ad oggi resta un punto interrogativo, in quanto considerato ancora scarsamente liquido e visibile. Nel 2016 vi sono state 12 nuove quotazioni sul mercato AIM, per una raccolta di circa 209 milioni di euro. A fine 2016, l'AIM ha raggiunto una capitalizzazione di mercato pari a 2,8 miliardi di euro. Tali livelli appaiono comunque scarsi, se comparati con le *performance* dell'AIM sul mercato borsistico londinese. Quest'ultimo, a fine 2016, presenta 982 società quotate, con 64 nuove quotazioni, per un livello di capitale raccolto pari a circa 4,760 miliardi di sterline. Ad oggi il mercato ha una capitalizzazione di 80,8 miliardi di sterline.

A fine 2016 il mercato delle IPO in Italia ha raggiunto una dimensione, in termini di capitalizzazione di mercato, pari a 524,4 miliardi di euro, con 387 società ufficialmente quotate. Di queste, 244 società sono quotate sul mercato regolamentato principale MTA (di cui 71 sul segmento STAR), 77 sull'AIM e 66 sul *Global Equity Market*³. Nel 2016 vi sono state 20 nuove ammissioni sui mercati gestiti da Borsa Italiana, per una raccolta di capitale pari a circa 1,4 miliardi di euro⁴.

Tali dati mostrano la difficoltà per le imprese di superare i limiti cronici presenti nel

² Le PMI si ricollegano alla categoria costituita "da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro". Tale definizione è contenuta nel Programma Quadro europeo per la Ricerca e l'Innovazione (Horizon 2020) e per una maggiore trattazione si rimanda al relativo Sito Ufficiale: <http://www.ec.europa.eu/horizon2020>

³ Il *Global Equity Market* è un segmento introdotto nel Luglio 2016, dedicato alla negoziazione di titoli di emittenti non italiani, già presenti in mercati regolamentati di altri paesi dell'UE.

⁴ Tali dati sono presentati da Borsa Italiana in "Review dei mercati 2016", consultabile su <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2016/csfineanno.htm>

sistema finanziario italiano.

Per questi motivi si stanno diffondendo sempre più strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali, che permettono una quotazione in Borsa con più velocità e certezza, minor costi e maggiori possibilità di mantenimento della quota di controllo.

Questi strumenti sono collegati al Processo di *Reverse Merger*, in cui un'azienda a capitale chiuso non quotata (*private company*) si fonde con un'azienda a capitale aperto o semi-aperto (*public company*), trovandosi di fatto quotata sul mercato in cui erano scambiate le azioni della *target*.

Nonostante il mercato abbia conosciuto, nel corso degli ultimi anni, diverse operazioni di *Reverse Merger*, il tema dei meccanismi alternativi all'IPO tradizionale è ancora relativamente inesplorato e spesso si crea confusione in merito ai molteplici vantaggi conseguibili ma anche rispetto le problematiche cui si andrebbe incontro.

Per questi motivi è maturata la decisione di analizzare il fenomeno del *Reverse Merger*.

L'elaborato si focalizzerà su due aspetti.

I primi due capitoli del progetto sono incentrati sull'analisi dei principali meccanismi di ingresso nel mercato dei capitali: la quotazione in Borsa tradizionale attraverso IPO e quella alternativa mediante *Reverse IPO*. Quest'ultima vedrà uno studio maggiormente approfondito, ponendo particolare attenzione ai due casi 'tecnicamente possibili' di *Reverse IPO*, ovvero 1) la quotazione in Borsa tramite SPAC, in cui vi è un veicolo di investimento quotato che acquisisce una *private company* e 2) il *Reverse Takeover*, in cui la *private company* acquisisce una partecipazione di controllo in una *public company*.

In seconda battuta, poi, verrà effettuata un'analisi comparata tra i due strumenti alternativi di quotazione e l'IPO tradizionale, delineandone le principali similitudini e differenze. In tale analisi verrà, inoltre, posta una particolare enfasi rispetto i vantaggi che un'operazione di *Reverse Merger* offre ai principali attori coinvolti nell'iniziativa rispetto all'IPO tradizionale.

Infine, nel quarto capitolo si analizzeranno un caso di *Reverse Takeover* sul mercato MTA e l'andamento delle SPAC in Italia, allo scopo di fornire una rappresentazione dettagliata del contesto italiano.

L'obiettivo dell'elaborato è chiarire se tale operazione crei o meno valore per le aziende che intendono perseguirla, garantendo la certezza e la velocità di esecuzione dell'operazione ed eliminando le inefficienze del sistema finanziario italiano.

1.IPO

1.1 Considerazioni generali – 1.2 Strutturazione di un’IPO– 1.2.1 Fasi – 1.2.2. Post Operazione – 1.2.3. Attori – 1.2.4. Nuovi trend a supporto delle PMI - 1.3 Le motivazioni alla base dell’operazione – 1.4 Rischi connessi all’operazione

Obiettivo del capitolo sarà evidenziare gli aspetti principali del processo di quotazione in Borsa, in modo da rendere più semplice, nei prossimi capitoli, la comprensione delle principali differenze che intercorrono fra un processo di IPO tradizionale ed un’operazione di *Reverse IPO*, tematica oggetto di questo elaborato.

In prima battuta si analizzerà lo schema di strutturazione di un’*Initial Public Offering*, analizzandone i relativi *step* necessari, gli attori che ne prendono parte e i *trend* creati appositamente per favorire l’avvicinamento delle PMI al mercato borsistico. In seguito, si osserveranno le motivazioni che spingono le imprese a realizzare un’operazione tanto affascinante quanto complessa, per poi illustrarne le principali criticità.

1.1 Considerazioni generali

Un’impresa, nel momento in cui raggiunge una determinata fase di maturità, può decidere se organizzare una Prima Offerta Pubblica di azioni, ossia un’IPO (*Initial Public Offering*), definita da Borsa Italiana come “*strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (formando il c.d. flottante), che è requisito fondamentale per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato*”⁵.

Dunque l’IPO è generalmente promossa da un’impresa il cui capitale è posseduto da un imprenditore (o in genere da una famiglia imprenditoriale) oppure da un ristretto insieme di azionisti⁶, allo scopo di allargare la base azionaria ad un pubblico indistinto di investitori, sigillando il passaggio da società a capitale chiuso a società a capitale aperto (o semi-aperto, nel caso vi sia un gruppo di azionisti in grado di esercitare il controllo ed un

⁵ Definizione da Sito Ufficiale Borsa Italiana – *Glossario*, 2014: www.borsaitaliana.it

⁶ Ad esempio nei casi in cui parte del capitale di rischio dell’impresa è posseduto da un Fondo di *Private Equity* o *Venture Capital*.

gruppo di stretta minoranza che costituisce il flottante).

Esistono tre distinte procedure attraverso cui è possibile effettuare una quotazione in Borsa:

- OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione), detta anche Offerta Primaria, in cui le azioni offerte agli investitori⁷ sono di nuova emissione, nate in seguito ad una delibera di aumento di capitale, e dunque il controvalore è incassato dalla società emittente che vedrà aumentarsi in modo proporzionale il Patrimonio Netto. Tale modalità ha come obiettivo primario quello di reperire liquidità per investimenti di acquisizione e sviluppo, ed a beneficiarne è l'impresa.
- OPV (Offerta Pubblica di Vendita), detta anche Offerta Secondaria, in cui le azioni proposte agli investitori sono già esistenti e sono vendute dagli azionisti dell'impresa che al momento della quotazione intendono monetizzare la propria partecipazione, incassando il controvalore delle azioni possedute. L'OPV è soprattutto diffusa come strategia di uscita dei fondi di *private equity*, nelle privatizzazioni e nei casi di passaggio generazionale. Infatti, l'impresa non acquisisce nuovo capitale, ma vede soltanto modificarsi la composizione della struttura proprietaria, favorendo pertanto il ricambio generazionale e/o il disinvestimento di un fondo di *private equity* o ente pubblico.⁸
- OPVS (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione), in cui si ha una commistione tra le due procedure tradizionali, con un'offerta agli investitori composta in parte da azioni di nuova emissione ed in parte da azioni preesistenti.

L'aspetto comune fra le tre tipologie di quotazione in Borsa è la diluizione della partecipazione posseduta dagli azionisti di controllo iniziali.

Nel processo di IPO una decisione molto importante riguarda la scelta del segmento di mercato in cui quotarsi. Grazie al *Financial Services Action Plan*, istituito nel 1999 a Lisbona, le aziende italiane possono organizzare un'Offerta Pubblica anche al di fuori del mercato locale in cui è stabilita la sede. Tale pratica è poco diffusa poiché si andrebbe

⁷ Per investitore si intende il pubblico indistinto, pertanto sia investitori istituzionali sia risparmiatori retail.

⁸ Angiola, N., Taliento, M., Trimigno, M., "IPO e Family Business: Analisi economico-aziendale del going public nella prospettiva di governo delle imprese familiari", Franco Angeli, 2013, pp. 111-112

incontro a problematiche di omologazione ai diversi regolamenti del mercato borsistico estero, oltre che ad una maggiore difficoltà di gestione dell'operazione. Nonostante ciò, le aziende più grandi e con *operation* su scala mondiale, realizzano spesso quotazioni su più mercati, originando i c.d. fenomeni di *dual listing*⁹ o *multiple listing*. Tale avvenimento è riconducibile al crescente bisogno delle aziende di essere riconosciute su scala globale, in una realtà sempre più interconnessa ed internazionale. Pertanto l'evento è correlato a una motivazione strategica¹⁰, in quanto la quotazione estera è spesso effettuata nei Paesi in cui l'emittente ha forti interessi commerciali. In generale è comunque riconosciuta una maggiore diffusione di quotazioni sulla Borsa del Paese in cui l'emittente ha sede.

Il mercato borsistico azionario in Italia è gestito da Borsa Italiana S.p.A., dal 2007 parte del *London Stock Exchange Group* ed è suddiviso in diversi listini.

- Il Mercato Telematico Azionario (MTA), listino in cui sono quotate le imprese di media e grande capitalizzazione. In questo segmento i requisiti di accesso sono stringenti ed allineati alle *best practice* internazionali, come ad esempio il livello di flottante minimo al 25%, la capitalizzazione minima di 40 milioni di euro, la presentazione di almeno tre bilanci certificati, oltre che aspetti più sostanziali come una chiara visione strategica di lungo periodo, una buona sostenibilità finanziaria, un consolidato posizionamento competitivo, ecc.
- Il segmento STAR, all'interno del mercato MTA, dedicato alle imprese di media capitalizzazione (*market cap.* compresa tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro) più virtuose ed impegnate ad onorare stringenti requisiti di trasparenza, comunicazione e liquidità, allo scopo di ottenere maggiore visibilità tra gli investitori. Tra questi, ad esempio, rientra l'obbligo di presentare un Flottante minimo pari al 35%, uno specialista durante la fase post IPO ed una *corporate governance*¹¹ allineata agli standard internazionali (con comitati interni, amministratori indipendenti e sistemi di remunerazione incentivanti).

⁵ Vi sono anche motivazioni di ordine finanziario come nel caso della quotazione di Prada, rigettata più volte da Borsa Italiana a causa dell'eccessivo livello di indebitamento finanziario, sulla Borsa di Hong Kong che prevede requisiti inferiori, oppure motivazioni legate all'acquisizione di un'azienda che opera all'estero, come nel caso Tiscali – Word on Line.

¹¹ Il concetto di *Corporate Governance* è definito da Bianchi, L.A., "*Corporate Governance. Considerazioni introduttive*", Rivista delle società n.41, 1996, p. 401, come "*l'insieme di regole ed istituzioni volte a conciliare interessi di imprenditori e di investitori al fine di assicurare che il controllo delle imprese sia allocato con efficienza in modo il più possibile indipendente dalle disponibilità finanziarie degli individui*".

- Il mercato MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*), riservato ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica, come i Fondi di *private equity*, i Fondi Chiusi Immobiliari, le *Investment Companies*, fondi di fondi, SPAC¹², ecc. Il listino è stato creato nel 2009 (in sostituzione del segmento MTF del mercato MTA), a seguito dell'armonizzazione comunitaria realizzata con la direttiva AIFMD 2011/61/EU (*Alternative Investment Fund Manager Directive*) e recepita dalla Consob.
- Il Mercato dell'AIM (*Alternative Investment Market*), di cui si tratterà in maniera approfondita nel corso del capitolo, nato appositamente per rendere maggiormente flessibile l'ammissione delle PMI più ambiziose e ad alto potenziale di crescita.

Di seguito un breve riepilogo dell'offerta di Borsa Italiana:

Figura 1.1: L'offerta di Borsa Italiana (Borsa Italiana, 2013)



Fonte: Borsa Italiana - Mid and Small Cap Team (2013)

⁶ Nel prosieguo dell'elaborato si vedrà che le SPAC possono quotarsi sia sul Mercato MIV sia sull'AIM. Nel primo caso, trattandosi di un mercato regolamentato, il titolo godrà di maggiore liquidità.

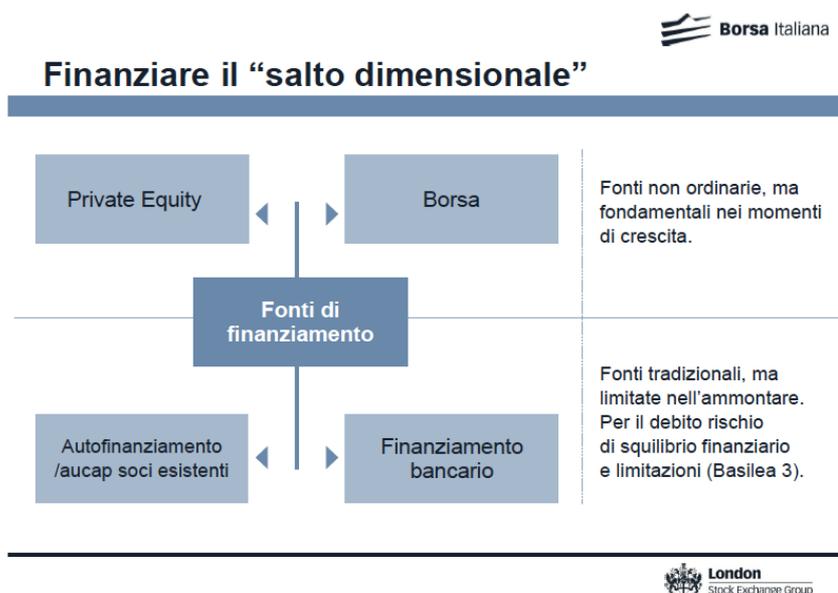
1.2Strutturazione di un'IPO

L'ammissione in Borsa rappresenta per l'impresa un momento di svolta nella vita aziendale, non riconducibile alla mera decisione di apertura di un nuovo canale di finanziamento, ma piuttosto all'inizio di un processo di cambiamenti di grande portata.

La quotazione sui mercati regolamentati influenza e muta i meccanismi operativi interni, dalla pianificazione strategica, ai "...*sistemi di programmazione e controllo, che diventano più formali e meglio strutturati.*"¹³, oltre che i rapporti con gli *stakeholder*, come clienti, fornitori, istituzioni ed, in generale, il mercato finanziario.

Per questi motivi l'IPO è da considerarsi un'operazione di finanza straordinaria¹⁴, dunque distinta dalle fonti di finanziamento ordinarie. In seguito, uno schema esplicativo delle differenti Fonti di Finanziamento a cui un'impresa può accedere.

Figura 1.2: Le differenti Fonti di Finanziamento



Fonte: Borsa Italiana - Mid and Small Cap Team (2013)

Tra le prime rientrano il Collocamento in Borsa e le operazioni di *private equity*.

¹³ Gervasoni, A., *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerini Next, 2014, p.217

¹⁴ Tali operazioni si distinguono da quelle ordinarie poiché modificano in modo rilevante la composizione del capitale e la struttura proprietaria. Oltre le quotazioni in Borsa, rappresentano Operazioni di carattere straordinario anche gli aumenti di capitale, le acquisizioni e fusioni, l'emissione di bond, ecc.

Tra quelle ordinarie, invece, rientra il finanziamento bancario e l'autofinanziamento/aumento di capitale dei soci preesistenti.

L'impresa giunge ad un momento della propria vita societaria in cui necessita di finanza "nuova" che le permetta di attuare progetti di crescita organica ed esterna, altrimenti inattuabili attraverso le fonti ordinarie di finanziamento.

Il processo di ammissione ai mercati regolamentati è fortemente influenzato dalle caratteristiche del mercato in cui l'impresa intende quotarsi. Come si è visto nel paragrafo precedente esistono varie differenze tra i diversi listini in termini di requisiti, assetti interni e rapporti di comunicazione esterni.

Una volta individuato il mercato (e segmento) di quotazione, l'impresa dovrà attuare determinati passaggi formali che le permetteranno di approdare in Borsa. Questi passaggi burocratici sono fondamentali e necessari, essendo l'IPO chiaramente un'operazione di sollecitazione al pubblico risparmio, disciplinata dagli articoli 94 e ss. del Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria, e dunque soggetta alle leggi sulla trasparenza. L'articolo recita: *"Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un Prospetto Informativo.."*. Ed aggiunge: *"Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti"*¹⁵. Tale aspetto rende il processo di quotazione ancor più *time consuming* e complesso, esigendo l'apporto di soggetti esterni specializzati in operazioni di questo tipo.

È utile, ai fini dell'elaborato, esaminare i seguenti aspetti che caratterizzano un'operazione di *Initial Public Offering*:

- Le fasi.
- Il periodo post operazione
- Gli attori.
- I nuovi trend a supporto delle PMI nel processo di quotazione.

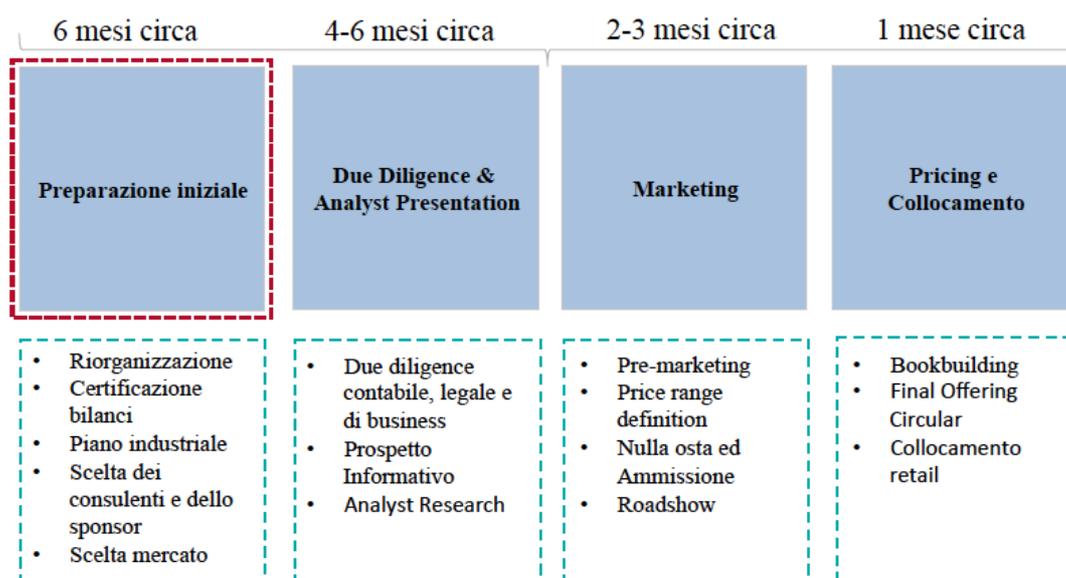
¹⁵ Si veda TUF, Sez.1, Art.94

Tale studio tornerà utile nei prossimi capitoli, poiché renderà maggiormente evidenti le differenze che intercorrono fra l'IPO tradizionale e i meccanismi alternativi. In principio, l'analisi verterà sulle caratteristiche del processo di collocamento sul mercato MTA ed, in seconda battuta, verrà esaminato l'IPO delle PMI sull'AIM con le relative differenze.

1.2.1 Fasi

Si analizzerà dapprima il processo di quotazione sul mercato MTA che, per semplicità, può essere distinto in quattro fasi: 1) Preparazione iniziale; 2) *Due Diligence* e *Analyst Presentation*; 3) *Marketing*; 4) *Pricing* e Collocamento.

Figura 1.3: Fasi dell'IPO: Preparazione iniziale



Fonte: Elaborazione propria

Preparazione Iniziale: durante la fase di preparazione iniziale deve essere svolta un'accurata analisi di fattibilità da parte dell'impresa per la valutazione di convenienza economica e finanziaria della quotazione in Borsa. La valutazione preliminare da parte della società è propedeutica alla decisione di quotazione e all'inizio della fase di riorganizzazione interna che preveda una capillare revisione della struttura di pianificazione e controllo, dei sistemi di *disclosure* delle informazioni economico-

finanziarie verso l'esterno e la costituzione di comitati interni di controllo, oltre che la nomina di soggetti indipendenti nel Consiglio di Amministrazione, in un'ottica di allineamento alle future *practice* che l'impresa dovrà adottare nel momento in cui colloca le azioni in Borsa.¹⁶ Tra gli atti di riorganizzazione interna rientrano anche l'adozione dei principi contabili internazionali e la certificazione dei bilanci da parte di un revisore indipendente. Una volta completato lo studio di fattibilità, il *management* presenta i risultati e il progetto di IPO al Consiglio di Amministrazione, che ne delibera l'approvazione contestualmente alla convocazione dell'assemblea ordinaria¹⁷. Dopo la delibera dell'assemblea si procede alla nomina della banca *sponsor* e dei consulenti che affiancheranno l'impresa durante l'operazione. La banca *sponsor*, la cui analisi sarà svolta approfonditamente nel corso del capitolo, avrà l'obiettivo di sottoscrivere l'emissione della società e supportarla durante l'intero processo di quotazione.

A tal punto è organizzata la riunione di apertura del progetto (*kick-off meeting*) alla quale partecipano la società, lo *sponsor* ed i consulenti.

Durante l'incontro si definiscono i seguenti obiettivi:

- Il *timetable* dell'operazione.
- Gli eventuali e necessari atti di riorganizzazione interna.
- L'avvio dei contatti con Borsa Italiana e la Consob.
- La scelta del mercato e segmento in cui quotarsi.
- La tipologia di Offerta Pubblica da attuare.
- La bozza del Piano Industriale¹⁸.

16 Lambiase, A., "La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale", Franco Angeli, 2016, pp. 39-42

17 Nel caso in cui vi fosse un contestuale aumento di capitale, "competente a deliberare l'aumento di capitale è, in via di principio, l'assemblea straordinaria dei soci, secondo quanto previsto in via generale per le modifiche dello statuto". Così in Campobasso, M., *Diritto delle società*, UTET Giuridica, 2014, p.514.

18 Per Piano Industriale, o *business plan*, si intende un documento che descrive un progetto imprenditoriale futuro, delineando il contesto nel quale sarà realizzato, le scelte strategiche e le principali scelte operative ritenute più opportune, le prospettive economiche e il fabbisogno finanziario connesso al progetto. Si veda Parolini, C., "Business Planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale", Pearson, 2011.

Figura 1.4: Fasi dell'IPO: *Due Diligence & Analyst Presentation*



Fonte: Elaborazione propria

Due Diligence & Analyst Presentation: a questo punto inizia la seconda fase, in cui si entra nel vivo dell'operazione, con i primi tentativi da parte della banca *sponsor* e dei consulenti di definire il prezzo dei titoli di nuova emissione. Ha avvio il processo di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale che “*consente di ottenere una panoramica completa della realtà aziendale e di evidenziare fattori critici di successo oppure ostici al prosieguo dell'operazione*”¹⁹. L'attività di *due diligence*, data la sua elevata complessità, è solitamente svolta da *advisor* specializzati.

È utile soffermarsi brevemente sul concetto di *due diligence*, strumento fondamentale in un'operazione di quotazione.

Il processo di *due diligence* è sviluppato nei seguenti ambiti:

- *Due diligence* contabile, in cui sono analizzate le informazioni sulla struttura economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa, in modo da poterne ricavare un livello di rischio potenziale.

¹⁹Gervasoni, A., “*Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*”, Guerini Next, 2014, p.222.

- *Due diligence* fiscale, al fine di individuare operazioni non allineate con la normativa nazionale e sovranazionale in materia fiscale che rischierebbero di generare violazioni e/o contenziosi.
- *Due diligence* legale, con l'obiettivo di esaminare le situazioni giuridiche (attive e passive) che possano generare perdite patrimoniali e/o economiche.

Un'altra tipologia di *due diligence* è definita *Business Due Diligence*²⁰, incentrata sull'analisi delle seguenti caratteristiche:

- Posizionamento competitivo, analisi condotta, ad esempio, attraverso una *Swot Analysis*, in modo da mettere in luce eventuali *gap* competitivi rispetto i principali *competitor*.
- Strategia di lungo periodo, mediante un'analisi degli *step* ritenuti necessari dall'impresa per creare valore nel lungo periodo ed una relativa valutazione economico finanziaria dell'impatto della strategia.
- *Business model*, mettendo in risalto gli elementi distintivi del *business* dell'azienda e specificando le modalità di creazione del valore.
- Struttura manageriale ed organizzativa, esaminando le effettive competenze del *Top Management*.
- Struttura del gruppo, mettendo in luce la suddivisione delle varie *business unit*.
- Dati finanziari.

La società, sulla base dei risultati ottenuti nella *due diligence*, coadiuvata dallo *sponsor* e dai consulenti, avvia la stesura del Prospetto Informativo. Tale documento sintetizza le principali informazioni circa le caratteristiche dell'operazione e dell'emittente, in modo da garantire la totale trasparenza al mercato. Il Prospetto Informativo²¹, per tali motivi, è un documento molto lungo (solitamente di 100 o più pagine) ed è redatto secondo gli schemi della Consob Borsa Italiana. Parallelamente i consulenti, in concerto con la società, avviano la redazione dell'*Equity Story*, ossia una panoramica generale della vita della

²⁰ Per una trattazione ancor più approfondita del processo di *Due Diligence* si veda Fazzini, M., *Due Diligence*, IPSOA, 2015.

²¹ Come evidenziato da Giudici, G., in "*Emissione di Titoli e aumenti di capitale: Chapter 15*" da Brealey, R.A., Myers, S.C., "*Principi di Finanza Aziendale*", McGraw Hill, 2015, p.274, nel Prospetto Informativo sono indicate numerose informazioni: chi sono gli azionisti e gli amministratori della società, le parti correlate, gli ultimi bilanci depositati, un'analisi dei prodotti/servizi offerti, del posizionamento, del mercato in cui opera, ecc.

società, delle proprie aspettative di mercato e strategie future. Tale documento è di fondamentale importanza, poiché maggiormente incisiva sarà la ‘storia’ dell’emittente, più sarà influenzata positivamente la fiducia degli investitori e dunque più sarà probabile un successo del collocamento.²² La documentazione è anche accompagnata dal c.d. *Offering Circular*, il documento di offerta destinato agli investitori istituzionali. La società presenta i vari *dossier* e la domanda di ammissione alla quotazione alla Consob e Borsa Italiana e, se necessario, convoca un consiglio di amministrazione per approvare le *performance* economico finanziarie a servizio dell’*Offering Circular*.

Ulteriori documenti preliminari da presentare ai fini dell’ammissione sono:

- Il QMAT (*Quotation Management Admission Test*), ossia un approfondimento del piano industriale preparato dalla società quotanda. Nel QMAT è svolto uno studio approfondito del *business model*, del settore di appartenenza e degli *stakeholder* rilevanti. Il documento è redatto in concerto con le società di consulenza, in modo da avere un resoconto indipendente.
- Il *memorandum* sul sistema di controllo di gestione (SCG), ovvero un *dossier* che descrive sinteticamente il modello di pianificazione e controllo adottato dalla società, i sistemi di *reporting*, di informativa contabile ed eventuali strumenti di direzione laddove esistenti (*balance scorecard*, *ABC*, ecc.), oltre che una serie di documenti sensibili come il *budget*, il *KPI* e le analisi per indicatori finanziario-contabili.

L’importanza e la complessità dei vari *dossier* sopracitati, sottolinea quanto sia delicato il ruolo dei consulenti e della banca *sponsor* in questa fase di Analisi e Presentazione, fondamentale poi nell’attività di *marketing* presso gli investitori. Inoltre i consulenti e lo *sponsor* pubblicano e distribuiscono al mercato il c.d. *equity research*, ovvero un rapporto di ricerca sul titolo, condotto mediante un’attenta analisi del *business* e dei dati finanziari dell’emittente. Gli obiettivi dell’*equity research* sono i seguenti:

- Entrare nel dettaglio dell’*Equity Story*, analizzandone i punti di forza e ponendo l’accento sugli eventuali rischi futuri cui potrebbe andare incontro la società.

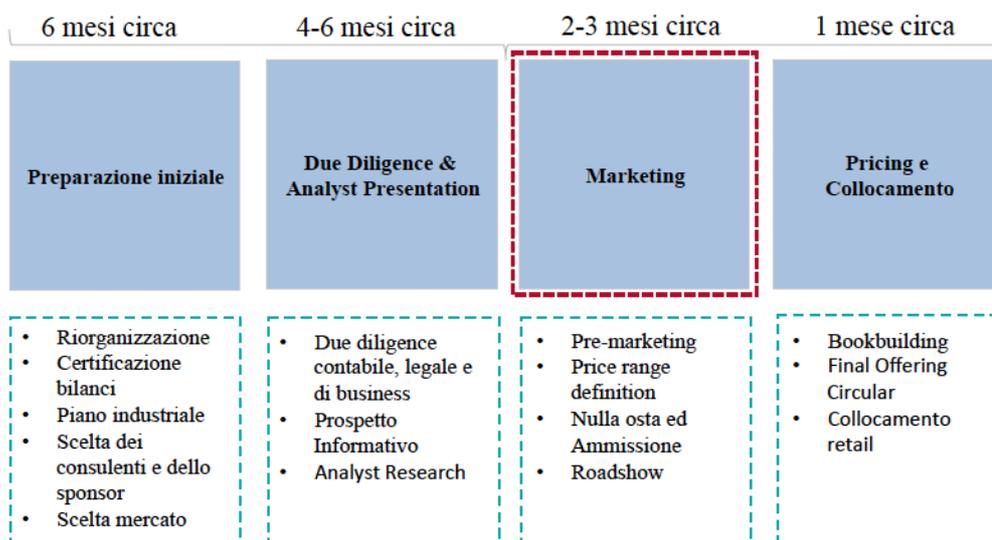
²² Gervasoni, A., “Come finanziare l’impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti”, Guerini Next, 2014, p. 223.

- Fornire agli investitori interessati gli schemi di base per una valutazione oggettiva ed indipendente, che dimostri come si è giunti a definire il *price range* di quotazione.
- Fornire informazioni in merito all'organizzazione della fase di *Marketing*.

In sintesi gli analisti finanziari, attraverso l'*equity research* danno avvio alla c.d. procedura di *Investor Education*, utile a fornire le informazioni rilevanti necessarie agli investitori. Tale attività viene anche definita di "*price discovery*"²³, poiché l'obiettivo primario è individuare il *price range* entro il quale vi sarà il prezzo effettivo di quotazione, e che verrà diffuso durante la fase di *roadshow*.

Al termine del processo di *due diligence* e della presentazione degli analisti, si costituisce un consorzio di collocamento, ossia un gruppo di banche e/o società finanziarie che si occupano di collocare i titoli dell'emittente presso gli investitori. Il consorzio è uno strumento attraverso il quale la società oggetto dell'IPO promuove la vendita delle proprie azioni agli investitori istituzionali, sollecita l'investimento del settore *retail* ed organizza la distribuzione dell'offerta pubblica.

Figura 1.5: Fasi dell'IPO – Marketing



Fonte: Elaborazione propria

²³ Iosio, C., "*IPO per le PMI Italiane*", IPSOA, 2011, pp.126-128.

Marketing: durante la terza fase, in attesa del nulla osta da parte della Consob, ha avvio l'attività di *pre marketing* condotta dallo *sponsor*. Sulla base delle manifestazioni di interesse ricevute dagli investitori istituzionali durante la fase di invio dell'*Offering Circular* e dell'*equity research*, lo *sponsor* definisce il *range* di prezzo delle azioni, valutando l'azienda mediante i metodi del DCF (*Discounted Cash Flow*) e/o dei Multipli di Mercato²⁴.

Sono fissati gli incontri con gli investitori interessati, ai quali è presentato un completo ed esaustivo insieme di documentazioni sull'emittente e sull'operazione. Ha inoltre avvio una fase maggiormente '*soft*' che prevede l'organizzazione di conferenze stampe ed incontri con riviste specializzate, allo scopo di diffondere l'immagine della società emittente sul mercato.

La durata della fase di *pre marketing* è chiaramente legata alla dimensione dell'operazione e solitamente per offerte di medie dimensioni la durata è di circa 10 giorni.

Completato il processo di *pre marketing* ed *Investor Education*, la società riceve gli ultimi *feedback* ed aggiorna il *range* di prezzo delle azioni da emettere. Ottenuto il nulla osta da parte della Consob, la società è ammessa in Borsa (ed è autorizzata a diffondere il Prospetto Informativo) ed avvia la fase di *Roadshow*, ossia una serie d'incontri che caratterizzano la fase di *marketing* conclusiva. Come indicato da Borsa Italiana, tali incontri tendenzialmente si svolgono nelle maggiori piazze finanziarie a livello nazionale e sovranazionale e costituiscono la '*prima presentazione pubblica della società e del suo management alla comunità finanziaria*'²⁵. Il *Roadshow* differisce dalle attività di *pre marketing* ed *Investor Education*, in quanto prevede un intenso coinvolgimento del *management* che si rappoterà in prima persona con gli investitori interessati.

Tendenzialmente il *Roadshow* ha una durata di 7-10 giorni ed alla fine del processo vengono raccolti tutti gli ordini, contestualmente all'avvio dell'ultima fase.

²⁴ Per un'analisi più approfondita sulle metodologie di valutazione in un'operazione di IPO, si veda: Borsa Italiana, "*Guida alla Valutazione*", 2004.

²⁵ Definizione da Sito Ufficiale di Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it

Figura 1.6: Fasi dell'IPO- Pricing e Collocamento



Fonte: Elaborazione propria

Pricing e Collocamento: completato il processo di *marketing*, ha avvio la fase conclusiva della procedura di quotazione in Borsa.

Ha inizio la raccolta delle offerte presentate dagli investitori, procedura gestita interamente dallo *sponsor*. Esistono tre tipologie per la raccolta delle adesioni all'offerta pubblica²⁶:

- *Bookbuilding*: largamente la più utilizzata in Italia. Lo *sponsor* raccoglie gli ordini di sottoscrizione ordinati in funzione del prezzo oppure della dimensione dell'investimento. Per ciascun ordine è indicato il limite di prezzo offerto da ciascun investitore, in modo da costruire una curva di domanda che correli ai diversi livelli di prezzo i vari volumi di investimento richiesto. Ottenuta la curva di domanda, lo *sponsor* definisce una 'forchetta' di prezzo finale, la presenta alla società emittente e determina il valore di quotazione complessivo.
- Offerta a prezzo fisso, in cui si segue un criterio di ordine temporale, secondo cui alla fissazione del prezzo nel Prospetto seguono le adesioni all'offerta.
- Asta pubblica, dove le offerte sono raccolte in funzione delle quantità e dei prezzi che ciascun investitore richiede. Non esiste un'indicazione precisa di

²⁶ Iosio, C., "IPO per le PMI Italiane", IPSOA, 2011, pp.130-133.

prezzo cui far riferimento e dunque le azioni di nuova emissione sono assegnate in base alle richieste pervenute.

Le informazioni necessarie per una corretta e trasparente valutazione dei titoli di nuova emissione sono contenute all'interno del *Final Offering Circular*, documento finale rappresentante il Prospetto Informativo abbozzato durante la Fase 2 in versione completa, aggiornata al prezzo ufficiale dei titoli ed autorizzata alla diffusione da parte della Consob. Da questo momento inizia la fase di Collocamento, attraverso la sottoscrizione da parte del consorzio di banche, secondo i criteri di ripartizione che erano stati predeterminati alla costituzione del consorzio di collocamento. I membri del consorzio, nel caso in cui si tratta di un'offerta sul mercato principale²⁷, dovranno procedere alla sollecitazione del pubblico indistinto. Solitamente il processo di vendita ha una durata compresa tra un minimo di due giorni ed un massimo di quattro giorni e si completa con il pagamento e deposito dei titoli presso la società Monte Titoli S.p.A., società di Borsa Italiana che svolge l'attività di gestione accentrata e liquidazione dei titoli. L'offerta al pubblico indistinto, come già sottolineato in precedenza, dovrà essere garantita da trasparenza e correttezza e, pertanto, è corredata dal Prospetto Informativo autorizzato dalla Consob (il *Final Offering Circular*).

Al termine del periodo di vendita, la banca *sponsor* responsabile del collocamento pubblica i risultati e li trasmette alla Consob e a Borsa Italiana. Il processo di quotazione in Borsa si conclude con l'inizio delle contrattazione sul mercato regolamentato.

1.2.2 Post-Operazione

La fase immediatamente successiva al collocamento delle azioni sul mercato è definita *Aftermarket*. In questa fase è di estrema importanza il ruolo dello *sponsor*, che agirà direttamente supportando l'andamento tra domanda e offerta del titolo, allo scopo di stabilizzare il valore delle azioni sul mercato.

Le fasi dell'*Aftermarket* possono essere distinte in²⁸:

²⁷ Si analizzerà in seguito che il processo differisce se la società decide di quotarsi sull'AIM.

²⁸ Per una trattazione più approfondita si veda: Iosio, C., "IPO per le PMI Italiane", IPSOA, 2011, pp.110-112.

- Stabilizzazione
- *Trading* ordinario

Durante la fase di stabilizzazione, come già detto, lo *sponsor* può intervenire direttamente sul mercato e controbilanciare eventuali sfasamenti tra domanda ed offerta dei titoli della società emittente. L'intervento è giustificato da una tendenza al ribasso post quotazione, con il titolo che rischia di crollare a livelli inferiori del prezzo d'offerta.

Lo *sponsor* agisce grazie allo strumento della *greenshoe o over-allotment option*, ossia un'opzione che consente di acquistare entro una certa data, solitamente di trenta giorni dal collocamento dei titoli, un ammontare²⁹ di azioni al prezzo di collocamento. Ciò permette allo *sponsor*, ove il prezzo delle azioni della società scendesse, di acquistare i titoli sul mercato ed arrestare il processo di declino del valore degli stessi. Pertanto, l'opzione *greenshoe* è chiaramente esercitata³⁰ nel caso in cui la domanda dei titoli è significativamente superiore all'offerta e quindi il prezzo tende a salire al di sopra del valore d'offerta. Ovviamente, qualora l'opzione venisse esercitata, gli azionisti della società emittente vedranno la propria quota di partecipazione ridursi. Nonostante ciò, le azioni messe a disposizione dell'esercizio della *greenshoe* potranno essere sia di nuova emissione rispetto al collocamento originario sia azioni già emesse, permettendo in quest'ultimo caso una valorizzazione agli azionisti preesistenti.

Passato un periodo di 30 giorni, il consorzio di collocamento e lo *sponsor* non potranno più intervenire liberamente sul mercato. Inizia la fase di *trading* ordinario, in cui l'unica ed eventuale clausola vigente è quella di *lock-up*, che “*da un lato vincola la società a non emettere nuove azioni e dall'altro obbliga alcuni azionisti a non cedere, in tutto o in parte, le azioni detenute, per un determinato periodo successivo alla conclusione dell'offerta*”³¹. Tale clausola ha come obiettivo la stabilità del prezzo nei mesi seguenti la quotazione ed è anche una forma di comunicazione della coerenza e affidabilità del progetto di crescita della società emittente.

29 Tipicamente pari al 10-15% dell'Offerta Complessiva.

30 È utile sottolineare che l'eventuale esercizio dell'opzione è deciso dallo *sponsor* (in concerto con il consorzio di collocamento). La società emittente deciderà se concedere tale opzione prima del collocamento, con indicazione nel Prospetto Informativo.

31 Definizione da Sito Ufficiale di Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it

Da questa breve analisi, la domanda che sorge spontanea è la seguente: qual è il motivo per cui la società quotanda, nella quasi totalità dei casi, mostra uno sbilanciamento tra domanda ed offerta, nel periodo immediatamente successivo alla quotazione?

Il motivo principale deriva dal fenomeno dell'*underpricing*, aspetto che merita sicuramente un breve cenno poiché, come si analizzerà nel prosieguo dell'elaborato, in alcuni casi di *Reverse Merger* tale fenomeno sembrerebbe non verificarsi o quantomeno ridursi.

Numerosi studi hanno analizzato il fenomeno dell'*underpricing*, che può essere definito come la differenza tra il prezzo di collocamento dei titoli e la quotazione individuata nel primo giorno di contrattazione, generando dunque una sottovalutazione del valore della società emittente. L'esistenza di tale fenomeno sembrerebbe essere giustificata dalla necessità di incentivare gli investitori ad acquistare i titoli della società, ma in generale bisogna operare una distinzione tra due filoni di studi:

- Un primo filone che vede l'*underpricing* come strategia voluta dalla società emittente.
- Un secondo filone che correla il fenomeno di *underpricing* ai rapporti intercorrenti tra la banca *sponsor* e la società emittente.

Per quanto riguarda il primo filone di studi è utile ricordare il lavoro svolto da Allen e Faulhaber³², secondo cui l'*underpricing* sarebbe giustificato dalle asimmetrie informative tra la società emittente e gli investitori esterni. Infatti, le aziende con migliori prospettive di ricavi futuri tendono a quotarsi con un prezzo più basso, oltre che a non collocare tutte le azioni. Dunque le imprese che si quotano con un significativo livello di *underpricing* emettono (o vendono in caso di OPV) solo una parte di azioni, attendendo una seconda *tranche* in cui possono quotare la parte restante ad un prezzo maggiore, in modo da recuperare la sottovalutazione subito durante il primo collocamento.

Un altro studio, all'interno dello stesso filone, è quello di Booth e Chua³³ che considerano l'*underpricing* funzionale a rendere maggiormente complesso il tentativo di scalate ostili, favorendo dunque l'azionista di controllo preesistente. Ciò deriva da un maggiore frazionamento della struttura societaria a seguito della quotazione in Borsa. Tale processo, inoltre, genera un minor costo del capitale per la società emittente e maggiore liquidità del

³² Allen F., Faulhaber G.R. (1989). "Signalling by Underpricing in the IPO Market". *Journal of Financial Economics*, 23, 303- 323.

³³ Booth J.R., Chua L. (1996). "Ownership Dispersion, Costly information and IPO Underpricing". *Journal of Financial Economics*, 41, 291-310.

titolo. Infatti, l'*underpricing* crea un significativo livello di *oversubscription*, distribuendo le azioni ad un elevato numero di investitori, generando quindi il frazionamento necessario affinché si complichino eventuali tentativi di scalata.

All'opposto, per quanto riguarda il secondo filone di studi, secondo cui l'*underpricing* deriva dai rapporti intercorrenti tra l'*underwriter* e la società emittente, è utile ricordare l'analisi svolta da Baron e Homstrom³⁴. Gli autori mettono in evidenza il conflitto di interessi che intercorre tra la banca di investimento e la società emittente, con la prima interessata a fissare un prezzo di quotazione più basso possibile, in modo da limitare i costi di sottoscrizione e l'impegno nella fase di *marketing* e allocazione, e la seconda che invece ha come obiettivo primario quello di quotare al prezzo più alto possibile, in modo da massimizzare il ricavato derivante dall'IPO.

I vari studi sono interessanti poiché, come si analizzerà nei prossimi capitoli, nelle quotazioni in Borsa tramite SPAC sembrerebbe non esistere né l'asimmetria informativa che genera l'*underpricing* né il conflitto di interessi con l'*investment bank*.

Ulteriori aspetti dell'*Aftermarket* meritevoli di un breve cenno sono:

- Le ripercussioni sulla struttura proprietaria e la gestione dell'impresa familiare post-operazione.
- La comunicazione finanziaria post-operazione

Per quanto concerne le ripercussioni sulla struttura proprietaria, l'allargamento della base azionaria rende possibile l'entrata nella compagine societaria di soggetti 'estranei' alla famiglia fondatrice. Tale aspetto, a prescindere dall'ammontare di flottante collocato in Borsa, rende necessarie delle modifiche dell'assetto di *Corporate Governance* che tutelino gli interessi delle minoranze e garantiscano trasparenza al mercato³⁵. Prima dell'IPO, l'impresa familiare presenta una struttura a capitale "chiuso" caratterizzata da un elevato grado di concentrazione delle quote azionarie. Diversi studi hanno mostrato come sia più facile giungere ad accordi sulla gestione dell'impresa ed accettare l'estrazione dei benefici

³⁴ Baron D.P., Holmstrom B., "The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem", *Journal of Finance*, 1980, pp. 1115-1138.

³⁵ Inoltre l'adeguamento ai meccanismi di *Corporate Governance* è fermamente promosso dal Codice di Autodisciplina, approvato da Borsa Italiana nel marzo 2006, obbligatorio per le imprese quotate nel segmento STAR e fortemente consigliato anche per le altre imprese quotate.

privati del controllo, nel caso vi siano azionisti di controllo.³⁶ I benefici privati del controllo rendono possibili, nel peggiore dei casi, dei comportamenti opportunistici, come ad esempio³⁷:

- Remunerazioni eccessive dei componenti della famiglia.
- Trasferimenti di ricchezza dal patrimonio dell'impresa al patrimonio del componente della famiglia.
- Preferenza di soggetti terzi vicini al nucleo familiare nelle operazioni che prevedono il coinvolgimento di soggetti esterni all'impresa (l'esempio classico è l'appalto).
- Benefici immateriali, come il prestigio sociale.³⁸

L'attuazione di meccanismi di *Corporate Governance* tende a minimizzare tali rischi, grazie alla separazione tra le strutture di controllo e quelle di gestione, redistribuendo il potere tra i singoli soggetti all'interno della società. Tale separazione è favorita dalla presenza nel *board* di amministratori indipendenti, dall'istituzione di comitati interni di controllo e dall'assenza del fenomeno di *CEO duality*, ovvero la fattispecie in cui lo stesso soggetto ricopre la carica di Amministratore Delegato e Presidente del CdA.

Il secondo tema riguarda la comunicazione finanziaria post IPO, “*diventata un'arma strategica attraverso cui una società può differenziarsi dalla concorrenza, instaurare con i mercati di riferimento un dialogo privilegiato e contribuire a migliorare la percezione del profilo di rischio associato al business e talvolta alla comprensione e coerenza delle scelte strategiche e operative del management*”³⁹. Ad esempio, la figura dell'*Investor Relator* assume un ruolo sempre più centrale all'interno dell'assetto organizzativo della *public company*, in un contesto sempre più tecnologico e di *high frequency*, che considera la comunicazione trasparente e tempestiva un elemento fondante della cultura di un'impresa virtuosa. Ovviamente gli aspetti appena citati, hanno una valenza molto ridotta se l'azienda

³⁶ Devecchi, C. et al., “*Dinamiche di sviluppo ed internazionalizzazione del family business*”, Il Mulino, 2008, p.188.

³⁷ Angiola, N., Taliento, M., Trimigno, M., “*IPO e Family Business: Analisi economico-aziendale del going public nella prospettiva di governo delle imprese familiari*”, Franco Angeli, 2013, p.102.

³⁸ Rigamonti, S., “*Nuove quotazioni alla borsa italiana: separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*”, Franco Angeli, 2005, p.143.

³⁹ Iosio, C., “*IPO per le PMI italiane*”, IPSOA, 2011, p.121.

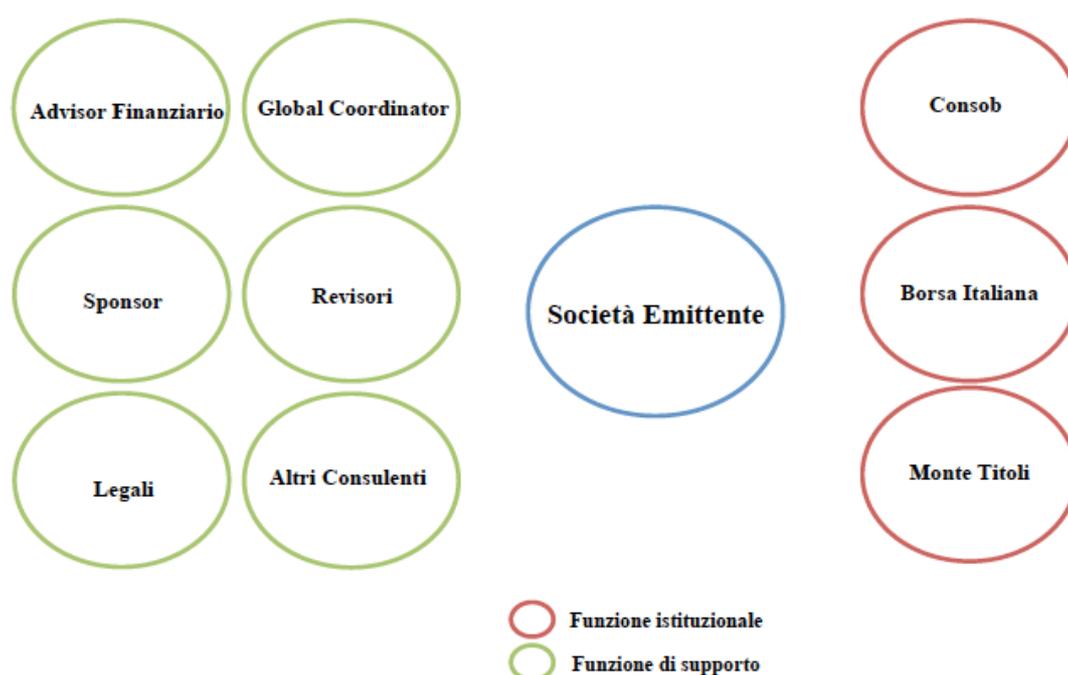
non è quotata, data l'assenza di una minoranza in grado di esercitare pressione sulla *governance* di vertice.

1.2.3 Attori

Come si è visto, l'IPO è un'operazione molto lunga e prevede il coinvolgimento di numerosi soggetti esterni alla società oggetto della quotazione.

Si possono distinguere gli attori in due categorie: la prima riguarda l'insieme di attori che supportano l'impresa e coordinano l'*iter* di offerta pubblica, mentre la seconda riguarda gli operatori che costituiscono il contesto istituzionale e regolamentario con cui la società emittente si interfaccia. Di seguito, un'indicazione degli attori coinvolti nel processo di IPO.

Figura 1.7: Gli attori del processo di quotazione



Fonte: Elaborazione propria.

Come si evince dalla figura, vi sono diversi soggetti che formano il team incaricato di coordinare il progetto. È utile analizzarli singolarmente, partendo dai soggetti che svolgono la funzione di supporto e coordinamento.

Sponsor e Global Coordinator

Nonostante si tratti di ruoli distinti, spesso le due figure coincidono in un unico soggetto, ossia la stessa banca di investimento. Tale coincidenza è molto diffusa in Italia, data la presenza di numerose PMI non in grado di sostenere costi duplici. Le regole di ingaggio della banca di investimento sono dettate dal *placing power* che esse accertano in sede di collocamento dei titoli.

Nello specifico il *Global Coordinator* è una figura chiave del processo di quotazione in Borsa, poiché coordina l'attività di consulenza e intermediazione nel collocamento dei titoli. I soggetti che svolgono tale ruolo sono banche d'affari autorizzate dal TUF (Testo Unico della Finanza) a svolgere l'attività di collocamento. Come analizzato in precedenza (*cf.* par. 1.2.1) la banca d'investimento preposta assume un ruolo rilevante, essendo presente in tutte le fasi dell'*iter* di quotazione. Il *global coordinator* coordina, infatti, le seguenti fasi:

- Supporto all'emittente e coordinamento dei consulenti nella predisposizione dei documenti necessari all'ammissione (ad esempio la bozza del Prospetto Informativo, Prospetto finale, *Final Offering Circular*, *Analyst Research*, *Equity Research*, ecc.).
- Costituzione del consorzio di collocamento, di cui solitamente assume la carica di *lead manager*⁴⁰, gestendo anche gli ordini dei vari investitori.
- Coordinamento dell'attività di *Due Diligence*.
- Valutazione della Società emittente.
- Gestione delle fasi di *pre marketing*, *marketing* e *roadshow*.
- Attività di *Bookbuilding* e fissazione dei termini di collocamento (prezzo, ammontare e tempistiche).
- Attività di stabilizzazione nell'*Aftermarket*.

Vi è poi la figura dello *sponsor*⁴¹ che, nel caso in cui non coincida con quella del *Global Coordinator*, collabora con la società emittente affinché l'operazione si svolga in maniera corretta e trasparente. Inoltre l'attività della banca *sponsor* non si esaurisce con

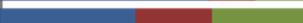
⁴⁰ Il *lead manager* è la banca che organizza e garantisce il consorzio di collocamento. Inoltre coordina i processi di *Bookbuilding* e fissazione del prezzo di collocamento.

⁴¹ Figura prevista dal Regolamento 2.3.1. di Borsa Italiana.

l'ammissione e il collocamento delle azioni, ma continua per diversi mesi con la pubblicazione di almeno due analisi finanziarie annuali e l'organizzazione di incontri tra il *management* della società neo quotata e la comunità finanziaria. Tale attività è ancor più importante se la società si quota nel segmento STAR, dove è previsto il ruolo del *liquidity specialist*, ossia di uno specialista che sostenga la liquidità del titolo nel corso del periodo successivo al *listing*.

Le IPO rappresentano un *business* chiave e profittevole per le banche di investimento⁴² sia per motivi di prestigio e *brand building*, sia (e soprattutto) per la remunerazione derivante dalle *fee*, talvolta definite *gross spread* o *success fee*, calcolate come percentuale del valore dell'operazione. L'ammontare di remunerazione è dedotto dalle risorse raccolte dalla società emittente in sede di IPO. In seguito, una classificazione delle maggiori banche d'affari coinvolte nell'attività di collocamento di un'IPO.

Figura 1.8: Ranking delle Investment Bank nel Global Equity

Rank		Bank Name	Fees		Share		Client Mix by Region ■ Americas ■ EMEA ■ Asia-Pacific ■ Japan
2016	YOY Δ		2016	YOY Δ	2016	YOY Δ	
1	- =	JP Morgan	\$ 1,116	-12% ▼	7.2%	0.9 ▲	
2	2 ▲	Morgan Stanley	905	-32% ▼	5.8%	-0.8 ▼	
3	2 ▲	Goldman Sachs & Co	809	-37% ▼	5.2%	-1.2 ▼	
4	-2 ▼	Bank of America Merrill Lynch	742	-28% ▼	4.8%	-0.4 ▼	
5	-2 ▼	Citi	691	-19% ▼	4.5%	0.2 ▲	
6	3 ▲	Credit Suisse	581	-26% ▼	3.8%	-0.1 ▼	
7	-1 ▼	Deutsche Bank	437	-42% ▼	2.8%	-0.9 ▼	
8	-1 ▼	Barclays	398	-34% ▼	2.6%	-0.4 ▼	
9	4 ▲	UBS	385	-45% ▼	2.5%	-1.0 ▼	
10	1 ▲	RBC Capital Markets	330	-19% ▼	2.1%	0.1 ▲	
11	6 ▲	Nomura	296	-50% ▼	1.9%	-1.0 ▼	
12	17 ▲	CITIC	289	5% ▲	1.9%	0.5 ▲	
13	-5 ▼	Wells Fargo & Co	250	-14% ▼	1.6%	0.2 ▲	
14	- =	Mizuho Financial Group	218	-20% ▼	1.4%	0.0 ▲	
15	13 ▲	BMO Capital Markets	214	2% ▲	1.4%	0.3 ▲	
16	8 ▲	Jefferies LLC	202	-39% ▼	1.3%	-0.3 ▼	
17	4 ▲	TD Securities Inc	198	27% ▲	1.3%	0.5 ▲	
18	18 ▲	China Securities Co Ltd	174	35% ▲	1.1%	0.5 ▲	
19	66 ▲	GF Securities	167	53% ▲	1.1%	0.5 ▲	
20	2 ▲	Scotiabank	160	5% ▲	1.0%	0.3 ▲	
Equity Total			\$ 15,470	-23% ▼			

Fonte: Thomson Reuters, "Global Investment Banking Review", Luglio 2016.

⁴² Nella stragrande maggioranza dei casi la banca di investimento è dotata di un dipartimento ECM (*Equity Capital Markets*) che si occupa delle attività di *origination*, *execution* e *advisory* per un'operazione di emissione azionaria.

Advisor finanziario

Il ruolo principale del consulente finanziario è quello di assistere la società emittente nella preparazione ed organizzazione del processo di quotazione. A differenza dello *sponsor* e *global coordinator*, la presenza di tale figura non è né obbligatoria né regolamentata, ma soltanto di supporto all'operazione. L'*advisor* finanziario svolge le seguenti mansioni:

- Consulenza nella scelta dello *sponsor*, del *Global Coordinator* e degli altri consulenti (legali, di comunicazione, industriali, ecc.).
- Supporto nella stesura dei termini dell'operazione, del piano industriale e del Prospetto Informativo.
- Assistenza nel processo di *Due Diligence*.

Società di revisione

L'attività dei revisori contabili non differisce significativamente da quella svolta durante le fasi di vita ordinaria della società. Essi svolgono le seguenti attività:

- *Due Diligence* finanziaria e contabile.
- Certificazione dei bilanci.
- Rilascio delle *comfort letters*.
- Predisposizione del *memorandum* del Sistema di Controllo di Gestione.
- Attività di supporto nella redazione del Prospetto Informativo.

Consulenti Legali

I consulenti legali assistono la società emittente in merito agli aspetti di natura normativa e contrattuale. Tra le varie mansioni, si evidenziano:

- Ruolo primario nella stesura del Prospetto Informativo.
- Redazione della documentazione circa le delibere assembleari relative alla quotazione.
- *Due diligence* legale.
- *Comfort letters* per la Consob e Borsa Italiana.
- Revisione dell'assetto di *governance* della società ed eventuale modifiche statutarie.
- Deposito del Prospetto Informativo presso la Consob e Borsa Italiana.

Società di comunicazione

L'importanza della società di comunicazione è solitamente discrezionale, e varia in funzione della notorietà della società emittente.⁴³ Le attività svolte sono solitamente:

- Organizzazione dei comunicati stampa, obbligatori e facoltativi.
- Supporto nella fase di *pre marketing*, *marketing* e *roadshow*.
- Attività di comunicazione e *image building* presso la comunità finanziaria, successivamente all'emissione.

Altri consulenti

Tra gli altri consulenti rientrano le società di *advisory* strategica, fiscale, del lavoro, ecc. L'intervento di professionisti industriali e consulenti specializzati può essere richiesto e risultare necessario qualora l'attività svolta dalla società quotanda abbia una natura specifica o tecnica tale da richiedere uno studio o una perizia specialistica.⁴⁴ Esempi di tale attività sono: l'esame della posizione fiscale della società quotanda, la redazione delle parti di competenza del Prospetto Informativo, il supporto nella preparazione del piano industriale per il QMAT, ecc.

È utile analizzare il ruolo degli attori che svolgono le funzioni di controllo e che rappresentano il contesto istituzionale dell'operazione. Tali soggetti garantiscono la trasparenza e correttezza del mercato finanziario, oltre che un'allocazione efficiente delle risorse. Uno degli scopi fondamentali del mercato è fornire informazioni sul prezzo di un'attività finanziaria, con tale prezzo che dovrebbe incorporare la totalità delle informazioni dell'emittente. Affinché ciò avvenga, il mercato di quell'*asset* finanziario dovrà essere liquido e le informazioni dovranno essere diffuse in modo trasparente e corretto⁴⁵. Gli organi garanti di tale attività sono i seguenti:

43 Gervasoni, A., "Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti", Guerini Next, 2014, p.227.

44 Iosio, C., "IPO per le PMI italiane", IPSOA, 2011, p. 41.

45 Per un'analisi approfondita si veda: Jegadeesh, N., Titman, S. "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency." The Journal of Finance, 1993, pp. 65-91.

Consob

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è un'autorità amministrativa indipendente la cui attività è quella di tutelare gli investitori e garantire la totale efficienza e trasparenza del mercato mobiliare italiano. Tale controllo si concretizza assicurando i risparmiatori e fornendo loro l'intero *set* di informazioni di cui necessitano per effettuare investimenti in modo consapevole. Altro obiettivo della Consob è minimizzare i conflitti di interesse intercorrenti tra i vari soggetti presenti sul mercato. Infatti, il mercato indirizza i risparmi dei soggetti *retail* verso una serie di operatori (banche di investimento, intermediari finanziari non bancari, investitori istituzionali, società industriali, società di assicurazione, pubblica amministrazione, società di gestione dei mercati) che li sfruttano a fini speculativi.

Borsa Italiana

Borsa Italiana è l'organo che si occupa della gestione ed organizzazione dei mercati finanziari e, nell'Ottobre 2007, si è fusa con il *London Stock Exchange*. L'obiettivo principale di Borsa Italiana è garantire lo sviluppo, la trasparenza, l'efficienza e la liquidità del mercato finanziario. Tra le mansioni svolte si citano:

- Definizione dei requisiti sostanziali e formali per l'ammissione alle contrattazioni.
- Rilascio del certificato di ammissione.
- Attività di vigilanza sulle procedure di negoziazione.
- Gestione trasparente delle informazioni diffuse dalle società quotate.
- Ricezione della documentazione sensibile (Piano Industriale, Prospetto Informativo, *Final Offering Circular*, QMAT, SCG, *Due Diligence*, ecc.).

Monte Titoli

È la società di gestione accentrata degli strumenti finanziari e di organizzazione del post-*trading*. È depositaria di tutti gli strumenti finanziari delle società italiane, attraverso una gestione completamente dematerializzata.

Dopo aver analizzato il ruolo e l'importanza dei diversi attori all'interno del processo di quotazione, sarà utile anche capire le differenze che intercorrono, sia in termini procedurali sia di soggetti partecipanti, tra la quotazione sul mercato principale (MTA) e il *listing*

sull'AIM, mercato non regolamentato nato appositamente per soddisfare i bisogni delle piccole e medie imprese italiane.

1.2.4 Nuovi trend a supporto delle PMI: il mercato AIM

Negli ultimi anni il mercato mobiliare italiano si è evoluto, avviando una fase di convergenza virtuosa verso le aziende di minori dimensioni, comprendendone le richieste e le specifiche necessità. Ciò è stato reso possibile dal lancio dell'AIM (*Alternative Investment Market*), modello di mercato importato dall'esperienza londinese a seguito della fusione con il *London Stock Exchange*. AIM nasce come risposta al crescente bisogno delle realtà imprenditoriali italiane, estremamente sottocapitalizzate e bisognose di finanza “fresca”.

I principali punti di differenza rispetto il mercato MTA (ed il segmento STAR) sono i seguenti:

- Mercato non regolamentato, in quanto trattasi di un MTF (*Multi Trading Facility*), ossia una piattaforma di negoziazione esente da oneri di informativa in fase di ammissione e collocamento.
- Presenza della figura del *Nomad* (*Nominated Advisor*), ossia uno *specialist* iscritto in appositi registri ed attivo nei settori della finanza aziendale, nato per supportare la società emittente sia in fase di *listing* (può anche svolgere il ruolo di collocatore) sia in modo continuativo durante la permanenza, fungendo da *liquidity provider*.
- Bilanci certificati secondo i Principi ITA-GAAP, piuttosto che IAS-IFRS.
- Assenza di adempimenti informativi specifici, come il Sistema sul Controllo di Gestione, il QMAT e l'attività di istruttoria della Consob e Borsa Italiana, di figure professionali come l'*Investor Relator* e dei temi di *Corporate Governance*.

Di seguito, una sintesi delle principali caratteristiche del processo di quotazione sul mercato AIM.

Figura 1.9: Il processo di quotazione sul mercato AIM.

Flottante	10%
Bilanci certificati	1 (se esistente)
Market cap (€)	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Nessun requisito formale
Incentivi al Top Management	Nessun requisito formale
Pubblicazioni dati trimestrali	No (devono tuttavia presentare le semestrali)
Investor Relator	Non obbligatorio
Sito web	Obbligatorio
Informazioni contabili italiano/inglese	No
Specialist	Obbligatorio (liquidity provider)

Fonte: Zucchi, P., “*IPO: il percorso verso la quotazione in Borsa*”, Report EY, 2015

Generalmente i fattori di successo dell’AIM in Italia sono i seguenti:⁴⁶

- La concreta facoltà di accedere al mercato dei capitali per aziende caratterizzate da limitate dimensioni del fatturato e, dunque, la possibilità di poter finanziare i propri piani di sviluppo.
- Minori requisiti e tempistiche snelle nella fase di ammissione rispetto il mercato MTA (né la predisposizione del Prospetto Informativo né l’istruttoria della Consob sono obbligatorie).
- Minori adempimenti richiesti durante il periodo di permanenza sul mercato.
- Un *network* di operatori specializzati che sostiene le imprese in ogni fase del percorso di IPO.
- Riduzione della dipendenza delle PMI dal sistema creditizio.
- La possibilità di quotare rapidamente nuovi strumenti di investimento come le SPAC.

Chiaramente il mercato AIM non è esente da criticità. Un limite è sicuramente la scarsa attrattività e visibilità presso i grandi investitori. Ciò è correlato sia alla bassa appetibilità

⁴⁶ Lambiase, A., “*La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*”, Franco Angeli, 2015, pp. 24-25.

di alcuni titoli, dovuta alle dimensioni ridotte dell'emittente, sia alla loro scarsa liquidità, dato il livello di flottante minimo al 10%. Per questi motivi il mercato AIM è spesso considerato solamente uno *step* per il passaggio all'MTA e non un mercato in cui permanere nel lungo periodo.

In conclusione, dopo aver analizzato le diverse procedure di quotazione in Borsa e gli attori che ne prendono parte, è chiaro il dispendio di energie sia mentali sia finanziarie cui un imprenditore va incontro durante la procedura di quotazione in Borsa.

Si è visto come la creazione del mercato AIM sia venuta incontro alle esigenze delle PMI, in termini di minori costi di quotazione e permanenza e di maggiore rapidità procedurale. Esaminando l'IPO sul mercato MTA è stata analizzata la posizione e l'insieme degli obiettivi di ciascun attore che prende parte al processo, in particolare le banche di investimento che agiscono come *sponsor*, e in termini generali la complessità organizzativa della procedura di ammissione.

Ciò permetterà di comprendere, nella continuazione dell'elaborato, quanto è importante sondare le diverse alternative all'IPO tradizionale.

1.3 Motivazioni alla base dell'operazione

Oggetto della tesi è l'analisi delle diverse alternative all'IPO tradizionale e capire se queste creino valore o meno per la società e gli azionisti. Antecedentemente la scelta della tipologia di quotazione in Borsa, la società dovrebbe esaminare i benefici e rischi potenziali dell'IPO. Solo dopo un'accurata analisi dei vantaggi dell'operazione, la società potrà decidere se adottare una modalità alternativa di *listing*.

Una società in che momento del proprio ciclo di vita decide di realizzare un'*Initial Public Offering*?

Vi sono numerosi contributi della letteratura in merito ai vantaggi conseguibili mediante lo *status* di quotata.

Sulla base dell'analisi dei diversi studi, è chiaro che uno dei motivi principali per cui una società passa da un modello di struttura a capitale chiuso ad uno a capitale aperto (o quantomeno semi-aperto) è imputabile al contesto competitivo e tecnologico in costante cambiamento. Oggigiorno i *business model* delle aziende, le tecnologie produttive, i

processi, i gusti dei consumatori e i rapporti con i clienti cambiano continuamente ed incessantemente. Un'azienda familiare ben radicata sul territorio non è più in grado di fronteggiare i *competitor* provenienti da ogni angolo del globo e, soprattutto, non è più sufficiente creare valore su scala locale e/o nazionale, ma piuttosto serve possedere un *footprint* internazionale che permetta di reagire rapidamente ai cambiamenti. Ciò, chiaramente, non può essere realizzato esclusivamente tramite strumenti di finanza ordinaria, bensì vi è la necessità di reperire liquidità ulteriore per finanziare i piani di sviluppo.

In generale gli incentivi alla quotazione sono⁴⁷:

- Maggiore facilità di accesso al capitale grazie alla diversificazione dei canali di finanziamento, non più incentrati esclusivamente sul capitale di debito. Le aziende quotate sono caratterizzate da un miglioramento del *rating* creditizio e dalla diminuzione della leva finanziaria. Ciò crea un *bargaining power* con le banche⁴⁸, derivante da una diminuzione significativa del costo del capitale.
- Maggiore liquidità, grazie alle rilevazioni giornaliere del titolo da parte del mercato.
- Possibilità di finanziare progetti di sviluppo come ad esempio operazioni di *M&A* o *partnership* strategiche. In aggiunta la società quotata è in grado di strutturare Offerte Pubbliche di Scambio (OPS)⁴⁹, evitando fuoriuscite di cassa.
- Maggiore capacità di attrarre *executive* di alto profilo, sia grazie al prestigio e alla visibilità della società quotata sia per l'incentivazione tramite piani di *stock*

⁴⁷ Per i diversi vantaggi di un'IPO sono stati trattati, in maniera generica, i seguenti contributi: Maksimovic, V., Pichler, P., "Technological innovation and Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies* 14, 2001, pp. 459-494; Chemmanur, T.J., Fulghieri, P., "A theory of the going public decision", *Review of financial studies* 12, 1999, pp. 249-280.; Gervasoni, A., "Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti", *Guerini Next*, 2014, pp.219-220; Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., "Why do companies go Public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, 1998, pp. 7-12; Feldman, D.N., "Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)", *Bloomberg Press New York*, 2009, pp. 13-24.

⁴⁸ Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., "Why do companies go Public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, 1998, pp. 7-12.

⁴⁹ L'offerta Pubblica di Scambio è una particolare tipologia di OPA caratterizzata dal fatto che i titoli acquisiti sono finanziati dalla consegna di altre azioni secondo un predeterminato rapporto di concambio.

option.⁵⁰ Inoltre la visibilità superiore di cui gode la società ha un impatto sul miglioramento della posizione commerciale.

- Possibilità di superare i passaggi generazionali (caso diffuso soprattutto per le società italiane).
- Aumento del valore finanziario della società.⁵¹
- Possibilità di emettere azioni di risparmio che, essendo prive del diritto di voto, permettono di abbassare ulteriormente la percentuale minima per mantenere il controllo sulla società.

Interessante è la distinzione effettuata da Gervasoni⁵² in merito alle opportunità ottenibili dalla società emittente e dagli azionisti della stessa.

L'autrice identifica dei vantaggi specifici per gli azionisti di controllo, ovvero:

- Possibilità di monetizzare l'investimento e beneficiare del *capital gain*. Ciò avviene, come si è visto in precedenza, nei casi di Offerta Pubblica di Vendita, sia all'atto di quotazione sia nel periodo successivo, attraverso gli aumenti di capitale.
- Ricapitalizzazione dell'impresa senza conferire ulteriori capitali propri.
- Agevolazione del passaggio generazionale. Come già visto nel caso dei vantaggi conseguibili dalla società emittente, anche gli azionisti di controllo possono sfruttare la quotazione come via per il riassetto proprietario senza perdere il controllo, oppure come opzione per la transizione generazionale nel caso in cui i successori non siano interessati a gestire l'impresa.

⁵⁰ Holmstrom B., Tirole J., "Market liquidity and performance monitoring", Journal of Political Economy v.101, 1993, pp. 678- 709.

⁵¹ Tale aumento deriva dal fatto che l'impresa sosterrà un costo del capitale minore dovuto a: un abbassamento della leva finanziaria con contestuale miglioramento del *credit rating*, alla diminuzione del *cost of equity* dovuto alla maggiore trasparenza e ai meccanismi di *corporate governance* e alla liquidabilità del titolo.

⁵² Gervasoni, A., "Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti", Guerini Next, 2014, pp.219-220.

1.4 Rischi connessi all'operazione

Una corretta trattazione del momento di riflessione cui dovrebbe sottoporsi una società che decida di quotarsi sul mercato presuppone anche una menzione dei potenziali rischi, oneri e svantaggi del processo di IPO. Infatti, come detto più volte, lo sbarco in Borsa è sia un momento di grande crescita, ma anche una procedura molto costosa e farraginoso. Tra gli svantaggi possono certamente essere citati⁵³:

- I costi legati alla quotazione e alla permanenza sul mercato. Tra questi, ad esempio: costi di registrazione, d'istruttoria, dei consulenti, *underwriting fee*, costi di organizzazione del *roadshow*, oltre che i costi *post* quotazione come l'ingaggio di un *Investor Relator*, la strutturazione di un sistema di *Auditing* e le spese di negoziazione del titolo.
- Processo estremamente *time consuming*. Si è visto che il processo di quotazione in Borsa può durare diversi mesi, a causa della necessità di produrre una notevole quantità di documentazione.
- Rischio di perdita del controllo della società, in seguito ad un'eccessiva diluizione del capitale. Spesso in Italia tale rischio è scongiurato, o perlomeno attenuato, dalla costituzione di una *holding* familiare non quotata che detiene il controllo della quotata.
- Difficoltà nell'estrarre i benefici privati derivanti dal controllo. Chiaramente, in seguito alla quotazione in Borsa, non vi è più commistione tra patrimonio familiare e aziendale.
- Il prezzo delle azioni diviene un *driver* fondamentale delle *performance* dell'impresa. Essendo il prezzo delle azioni legato alla condizione del mercato, l'impresa subirà continui esami da parte del mercato stesso.
- Maggiori adempimenti in termini di adattamento all'informativa corretta e trasparente, prevista dai Regolamenti di Borsa Italiana.
- Risorse, sia finanziarie sia organizzative, destinate alla *Corporate Governance*, allo scopo di gestire i rapporti con le minoranze.

53 Si veda: Gervasoni, A., "Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti", Guerini Next, 2014, pp.220-221 e Feldman, D.N., "Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)", Bloomberg Press New York, 2009, pp. 24-35.

- Rischio di *undersubscription*. In realtà tale fenomeno è attenuato dai meccanismi di *bookbuilding* che prevedono un numero certo e fisso di partecipanti alla sottoscrizione, oltre che dall'*underpricing*⁵⁴. Nonostante ciò l'IPO può esser considerata un'operazione incerta in termini di ammontare della raccolta e valore dell'emissione, nel caso in cui vi fossero imprevisti durante la procedura.⁵⁵ Infatti, può non bastare la garanzia e l'impegno da parte dello *sponsor* nel collocamento dei titoli presso il pubblico. Se la quota di flottante necessaria per possedere lo status di *public company* non venisse collocata, l'operazione, in parte o in toto, fallirebbe.
- Rischio di subire scalate ostili. L'impresa, realizzando la quotazione, entrerebbe ufficialmente nel *market for corporate control*, ovvero diverrebbe una potenziale preda di acquisizione da parte di altre società.

In conclusione, la quotazione in Borsa rappresenta un processo di cambiamento radicale della struttura organizzativa, informativa e mentale della potenziale società quotata. I vantaggi conseguibili sono numerosi, tuttavia vi sarà la necessità di analizzare le potenziali criticità. Allo scopo di supportare le imprese che vogliono accedere al mercato borsistico in maniera più rapida, sorvolando le criticità sopracitate e mantenendo, relativamente, i vantaggi, sono nate delle operazioni alternative di quotazione.

Il prossimo capitolo sarà dedicato all'analisi di questi innovativi strumenti di finanza straordinaria.

⁵⁴ Lo stesso fenomeno di *underpricing* può essere considerato uno svantaggio dell'IPO, in quanto indica una sottostima del valore della società.

⁵⁵ Brau, J.C., Fawcett, S.E., "Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory and managerial implications", *Journal of Applied Corporate Finance* Vol.18, 2006, p.107

2. REVERSE IPO

2.1 Considerazioni generali: i diversi casi di Reverse Merger– 2.2 SPAC: nascita ed evoluzione – 2.2.1. Strutturazione e funzionamento– 2.2.2 Fattori di successo dell’operazione e caratteristiche del mercato italiano – 2.2.3. Vantaggi e criticità: prospettiva dei promotori - 2.3 Reverse Takeover: disciplina dell’Offerta Pubblica d’Acquisto e il market for corporate control – 2.3.1 Reverse Takeover sul mercato AIM e sull’MTA – 2.3.2 Excursus sui casi di esenzione dall’obbligo di Opa: la clausola whitewash.

Il seguente capitolo sarà dedicato all’analisi e classificazione dei principali strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali. Nel primo capitolo lo studio del processo di IPO ha mostrato i numerosi vantaggi dello *status* di quotata per un’impresa, ma allo stesso tempo ha messo in luce le non poche difficoltà incontrate nella strutturazione di un’operazione così lunga e complessa, aspetto che ha portato alla diffusione degli strumenti alternativi oggetto di analisi di questa sezione.

In prima battuta sarà analizzato lo strumento della SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), osservandone i meccanismi di funzionamento, i fattori principali di successo e la prospettiva dei promotori, ovvero i soggetti protagonisti di tale strumento di finanza innovativa.

In ultimo, l’analisi verterà sul secondo strumento alternativo di accesso al mercato borsistico, ovvero il *Reverse Takeover* (definito, nel prosieguo del capitolo, anche come *Reverse IPO*), osservandone le differenze che lo caratterizzano a seconda del mercato di sbocco (MTA e AIM) e le regole informali che ne governano la diffusione. Per tali regole si intendono quelle che gestiscono il funzionamento del *market for corporate control*, dunque la disciplina delle acquisizioni societarie sul mercato dei capitali.

2.1 Considerazioni generali: i diversi casi di Reverse Merger

Gli strumenti alternativi di quotazione, oggetto d’analisi di questo capitolo, si ricollegano al processo di *Reverse merge*, ovvero alla fusione tra una società quotata ed una società

non quotata. Chiaramente l'operazione è definita inversa in quanto il controllo della società passa nelle mani degli azionisti della non quotata.

Sono numerose le definizioni di *Reverse Merger* presenti in letteratura. Una delle più interessanti è sicuramente quella attribuita da Gleason, Rosenthal e Wiggins⁵⁶, i quali definiscono il processo di *Reverse Takeover* come “*a technique that allows a privately held company to obtain a listing on a public exchange without doing an IPO*”. Inoltre gli autori aggiungono che “*...once the private firm decides to pursue an RT, they look for a publicly traded firm which would be a good host*”. Altra definizione utile ai fini della comprensione del processo è quella data da Adjei, Cyree e Walker⁵⁷, i quali affermano che “*An RM is a transaction in which a private company's owners gain control of a public company (a shell) by merging it with their private company. The owners of the private company receive most of the shares of the shell (more than 50%) and control of the shell's board of directors*”. In ultimo, si segnala la definizione data da Levis e Vismara⁵⁸, i quali affermano che solitamente nell'operazione di *Reverse Takeover* “*from the listed company's point of view, a BDL⁵⁹ represents a major corporate restructuring which typically involves a change of name, business activities, board of directors and management. From the private firm's perspective, a BDL can be seen as an alternative route to go public*”. Pertanto, le caratteristiche fondanti del *Reverse Takeover* sono il cambio di controllo, del management e dell'attività della società quotata acquisita, concretizzando una riorganizzazione totale della stessa da parte della società non quotata acquirente.

È facilmente intuibile, pertanto, che l'obiettivo principale di un *Reverse Merger* sia la quotazione in Borsa diretta priva dei vari ostacoli e delle restrizioni osservate nel Capitolo 1.

Principalmente, un'operazione di questa natura può essere realizzati in due modi⁶⁰:

- Una prima modalità comporta la fusione tra una società non quotata ed una *public company*, con quest'ultima che non presenta alcuna attività operativa, è priva di

⁵⁶ Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins, R. A., “*Backing into being public: an exploratory analysis of Reverse Takeovers*”, *Journal of Corporate Finance*, 2005, pp. 54-79.

⁵⁷ Adjei, F., Cyree, K. B. and Walker, M. M., “*The determinants and survival of Reverse Mergers vs IPOs*”, *Journal of Economics and Finance* Vol.32, 2008, pp.176–194.

⁵⁸ Levis, M., Vismara, S., “*Handbook of research on IPOs*”, Edward Elgar Publishing, 2013, p.503

⁵⁹ Gli autori con l'acronimo *BDL* intendono “*Back door listing*”, termine largamente diffuso per definire il *Reverse Takeover*.

⁶⁰ Feldman, D.N., “*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*”, Bloomberg Press New York, 2009, pp. 33-35

asset ed è costituita esclusivamente da cassa. Questa tipologia di società è definita *shell company*.

- Una seconda tipologia prevede la fusione tra una *private company* ed una *public company*, con quest'ultima che ha una storia operativa e, dunque, degli *asset*.

Nel primo caso le *shell company* sono anche definite *virgin shells* (o *cash shell*), ossia società create appositamente con lo scopo di quotarsi in Borsa e fondersi con una società operativa non quotata. Nella seconda modalità, invece, la società quotata può anche essere definita come *natural shell*, quando si tratta di società *distressed* con una storia operativa complessa e pochi *asset* a disposizione, o come *development shell*, quando si tratta di una società che non è più in grado di perseguire il proprio *business plan*⁶¹.

La grande differenza tra le due fattispecie è che le *cash shell* si quotano esclusivamente con l'obiettivo di ricercare una *target* da acquisire e alla quale apportare lo *status* di società quotata, mentre le *natural shell* sono già presenti sul mercato borsistico e costituiscono esse stesse la *target* che la società non quotata deve ricercare⁶².

Si analizzerà dapprima il caso più diffuso ed innovativo di *virgin shell company*, ossia la quotazione in Borsa mediante SPAC, per poi esaminare la quotazione mediante *Reverse Takeover*, che rappresenta un caso di acquisizione di una *natural* o *development shell* da parte di una società non quotata.

2.2 SPAC: nascita ed evoluzione

La SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) è uno speciale veicolo di investimento che raccoglie risorse finanziarie tramite una IPO su un mercato regolamentato con l'obiettivo di integrarsi successivamente (mediante *business combination*) con una società operativa (definita società *target*), portandola rapidamente ed indirettamente alla quotazione in Borsa.

⁶¹ Floros, I.V., Sapp, T., "Shell games: on the value of Shell Companies", Journal of Corporate Finance Vol.11, 2011, pp. 26 e ss.

⁶² Carpentier, C., Cumming, D., Suret, J. M., "The value of capital market regulation: IPOs versus Reverse Mergers". Journal of Empirical Legal Studies, 2012, pp. 56-91.

Per percepire l'impatto delle SPAC sul mercato finanziario ed il loro funzionamento, è certamente utile ripercorrere le modalità di introduzione ed evoluzione del fenomeno, in modo da comprendere come tale veicolo di investimento sia passato dall'essere considerato un mezzo speculativo e rischioso fino a diventare un importante strumento di sviluppo per aziende virtuose.

Talvolta le SPAC sono anche denominate *blank check companies*⁶³, sulla scia di alcuni veicoli di investimento già attivi negli anni Ottanta con l'obiettivo di effettuare attività di investimento speculativo e, in alcuni casi, fraudolento. Infatti, tali società operavano in larga parte nel *penny stock market*⁶⁴ allo scopo di integrarsi, similmente alle SPAC, con società operative. Differentemente da quest'ultime, le *blank check companies* non venivano quotate in mercati regolamentati ma in mercati *over-the-counter* (OTC), non soggetti ai meccanismi di vigilanza della SEC⁶⁵. Sfruttando l'assenza di regolamentazione, le società veicolo sono state utilizzate per attuare attività illecite, messe in atto da gruppi di *broker* e dal *management team* delle società, consistenti nell'aumentare artificialmente il prezzo delle stesse grazie alla scarsa liquidità del mercato e fornendo prospetti informativi falsati.

A causa dei numerosi fenomeni di abuso di mercato il legislatore ritenne necessario intervenire, introducendo una serie di regolamentazioni e obblighi informativi a garanzia degli investitori, di fatto costituendo una nuova tipologia di *blank check companies*. Pertanto fu introdotto nel 1990 il *Penny Stock Reform Act*, poi aggiornato dalla *Rule 419* nel 1992, prevedendo delle limitazioni per tali veicoli di investimento. Tali restrizioni sono:

- L'obbligo di trasferire i capitali raccolti attraverso l'IPO (al netto delle spese sostenute per organizzare la quotazione) in un fondo di garanzia (*escrow account*), fino al momento in cui l'acquisizione è approvata.
- La predisposizione di prospetti economico-finanziari della società *target* nel momento in cui è identificata e quando il progetto di acquisizione è concluso.

63 La SEC definisce la *blank check company* come “a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plans to engage in a Merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person”.

64 Per tale si intende un mercato in cui si scambiano azioni con valore nominale inferiore ai 5\$ di società che, a seguito di una IPO, abbiano *net tangible assets* (differenza tra *total assets* e *immaterial assets e liabilities*) inferiori a \$5 milioni (*Rule 3°51-1 SEC*).

65 La SEC è l'organo federale statunitense (equivalente della nostra Consob) preposto alla vigilanza e alla regolamentazione del mercato mobiliare americano.

- L'impossibilità di negoziare i titoli dei veicoli di investimento prima della *business combination*.
- Il diritto degli investitori di recedere dall'investimento in sede di approvazione della *business combination*.
- Identificazione di un ammontare di capitale utilizzato per acquisire la *target* pari ad almeno l'80% del capitale totale sottoscritto dalla società.
- Identificazione di un periodo massimo di 18 mesi entro il quale deve essere approvata la *business combination*. In caso di mancata approvazione entro il termine massimo, il capitale dovrà essere restituito agli investitori.⁶⁶

Tali regolamentazioni resero impossibile la messa in opera di acquisizioni fraudolenti da parte delle *blank check companies*, ma allo stesso tempo si creò il bisogno di istituire un nuovo veicolo di investimento con peculiarità simili e che permettesse di assolvere lo stesso compito a scopo non fraudolento e garantendo protezione agli investitori. Per queste motivazioni, negli anni successivi, iniziarono a diffondersi società con lo stesso obiettivo delle *blank check companies* ma non vincolate dalle stringenti regolamentazioni fissate dalla *Rule 419*. Tra il 1993 e il 1994 nasce, quantomeno informalmente, la struttura dell'odierna SPAC, grazie all'intervento del fondatore della banca d'affari *EarlyBirdCapital Inc.*, David Nussbaum, il quale ideò una tipologia di *blank check company* che non dovesse sottostare alle restrizioni della *Rule 419*. L'esenzione dalla *Rule 419* deriva dal fatto che la norma è applicata al fine di scongiurare l'utilizzo speculativo di investimenti in *penny stock* e dunque, come si è visto precedentemente, basta costituire una società con *Net Tangible Assets* superiori ai 5 milioni di dollari. Nonostante fosse stato scavalcato l'ostacolo delle restrizioni, il mercato avrebbe sicuramente reagito in maniera negativa a causa della mancanza di fiducia che si era formata attorno al veicolo societario abusato nel corso degli anni precedenti. Pertanto, allo scopo di attrarre gli investitori, era necessario sottostare alla SEC, sviluppando una struttura societaria che rispettasse gli obblighi enunciati dalla riforma e, allo stesso tempo, rendesse attrattivo il veicolo di investimento. Furono introdotte delle modifiche, come ad esempio il prolungamento del tempo massimo, innalzato a 24 mesi, consentito alla *management company* per attuare la *business combination* e la possibilità di negoziare sul mercato i titoli della stessa anche

⁶⁶ Heyman, D., "From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to Market, and the Market Response to Regulation", *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2007, pp.531-552.

precedentemente all'individuazione di una *target*, in modo da rendere i veicoli maggiormente liquidi ed i titoli meno rischiosi. Inoltre Naussbaum si concentrò anche sul fattore reputazionale, mettendo a capo delle *blank check companies* manager con importanti competenze ed esperienze di mercati finanziari. Di contro, al fine di sottostare alla SEC, fu previsto il diritto di recesso degli azionisti dissenzienti in sede di votazione dell'operazione di fusione e l'istituzione di un fondo vincolato che permettesse il recupero dell'investimento in caso di liquidazione⁶⁷.

La costituzione di questa struttura ibrida, in pratica una prima tipologia di SPAC, non riscosse un grande successo nell'immediato, poiché negli anni Novanta vi era grande propensione all'investimento mobiliare e, pertanto, diverse società anche di piccole dimensioni prendevano la strada della quotazione.

Dopo circa un decennio, nel 2003, vi fu una nuova ondata di interesse, con il lancio sul mercato di diverse SPAC⁶⁸, anche da parte di importanti gruppi bancari come *Merril Lynch, Citi, Deutsche Bank*, ecc., i quali promossero largamente l'utilizzo di questi nuovi strumenti, migliorandone ancor di più la reputazione sul mercato. Nel 2004 erano 12 le SPAC quotate, nel 2007 si arrivò a 66, rappresentando circa il 26,6% del capitale raccolto tramite IPO in USA.⁶⁹ Il successo riscontrato negli Stati Uniti portò grande interesse e curiosità verso questo innovativo strumento anche da parte degli operatori europei e nel 2005 nasce ufficialmente la prima SPAC di matrice europea, chiamata *International Metal Enterprises Inc.* e quotata sul mercato AIM londinese⁷⁰.

Inizialmente le SPAC statunitensi non erano quotate, ma semplicemente negoziate sull'*OTC Bulletin Board*. Nel 2005 l'AMEX (*American Stock Exchange*), oggi conosciuto come NYSE Amex⁷¹, ha consentito alle SPAC la quotazione sotto generici *listing*

67 Boyer, C. M., Glenn Baigent. G. "SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices." *The Journal of Private Equity* 11.3, 2008, pp. 8-15.

68 Early Bird Capital lanciò nel 2003 la prima SPAC ufficiale, Millstream Capital, che raccolse circa 24 milioni di dollari, realizzando la *business combination* con una società operante nel settore sanitario.

69 Riemer, D.S., "Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux", *Wash. UL Rev.*, 85, 931, 2007.

70 La SPAC ha raccolto circa 210 milioni di sterline ed ha realizzato una *business combination* con una società operante nel settore minerario.

71 AMEX è stato acquisito da NYSE Euronext nel 2008 e successivamente integrato con altri mercati. Resta separato dal NYSE (*New York Stock Exchange*) e come affermato in *Glossary*, www.morningstar.co.uk, 2016 "AMEX focuses on the shares of small to medium-sized companies and has a strong presence in common shares, index shares and equity derivative securities".

standards che non richiedevano alle società quotande di avere una storia operativa⁷². Negli anni successivi, tra il 2008 ed il 2009, anche il *New York Stock Exchange* e il *Nasdaq* hanno recepito degli specifici *listing standards* per le SPAC, garantendo ancor di più la forte affermazione di questi strumenti in USA.

Attualmente, oltre il mercato americano, sono diversi e numerosi i mercati regolamentati che trattano le SPAC, come ad esempio il *London Stock Exchange*, la *Deutsche Boerse* di Francoforte, l'*Euronext* di Amsterdam, il *Toronto Stock Exchange* e, ovviamente, la Borsa di Milano.

2.2.1 Strutturazione e funzionamento

La SPAC, come già detto, è un veicolo di investimento creato *ad hoc* per essere quotato in un mercato borsistico, allo scopo di reperire la liquidità necessaria con la quale investire in una società non quotata, definita società *target*, acquisendola ed incorporandola mediante *business combination*, con l'obiettivo di ammetterla in Borsa in modo rapido e certo (entro certi limiti che si analizzeranno in seguito). È importante sottolineare che la SPAC è una società formata esclusivamente da cassa (e dal valore immateriale costituito dalla reputazione e dalle competenze dei *promoter*, come si vedrà in seguito), pertanto è priva di qualsiasi *asset* operativo, non opera in nessun business e non genera alcun ricavo⁷³.

Le SPAC, come si è visto nel paragrafo precedente, si sono diffuse in diversi mercati regolamentati e pertanto, in base al paese di origine, sottostanno a diverse giurisdizioni e regolamentazioni. Tuttavia il meccanismo generale di funzionamento della SPAC può essere individuato e descritto a prescindere dalle forme tecnico-giuridiche della giurisdizione di riferimento.⁷⁴ Pertanto il modello americano adottato nel 2003 è facilmente riconducibile alle varie giurisdizioni.

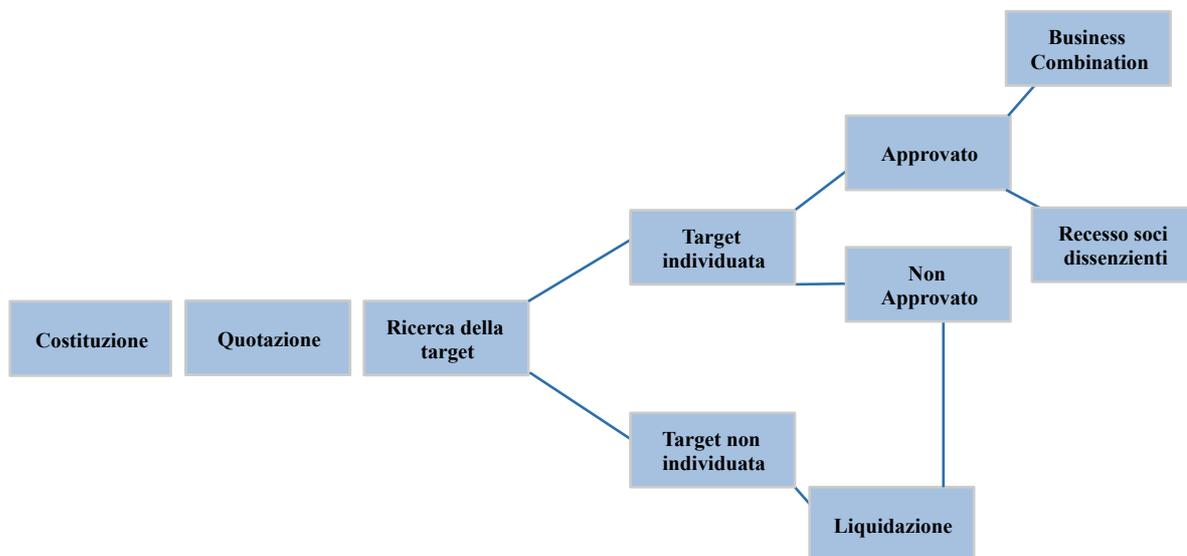
Si identifica, in seguito, il ciclo di vita generale di una SPAC.

⁷² Fumagalli, M., “*Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*”, Egea, 2014, p. 31

⁷³ Gervasoni, A., Sattin, F., “*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*”, GueriniNext, 2015, p. 189.

⁷⁴ Fumagalli, M., “*Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*”, Egea, 2014.

Figura 2.1: Fasi della SPAC.



Fonte: Elaborazione propria.

Gli attori che prendono parte al processo sono essenzialmente tre e si analizzano brevemente:

- I promotori del veicolo di investimento, i soci fondatori della SPAC, ovvero coloro che formano la *management company* della società. Solitamente sono soggetti della comunità finanziaria che godono di elevato *standing* ed hanno competenze su tematiche di *Corporate Finance*, *M&A* e gestione di imprese industriali. Il loro compito principale è individuare il gruppo di investitori e identificare la *target company*. Si comprenderà, nel corso del capitolo, quanto il loro ruolo sia fondamentale ai fini dell'approvazione della *business combination*.
- Gli investitori che finanziano il progetto, i quali sono solitamente rappresentati da *hedge funds*, *private equity funds*, ecc.
- La società *target* che si fonderà con la SPAC, impresa solitamente a conduzione familiare con una storia operativa importante e un fatturato compreso tra i 35 e i 400 milioni di euro⁷⁵.

In sintesi le fasi chiave del funzionamento di una SPAC sono:

⁷⁵ Riccardi, G., "SPAC : la nuova leva finanziaria per la crescita delle PMI italiane", Rapporto Aisom, Luglio 2016

- Costituzione della società
- Quotazione
- Ricerca della *target*
- Votazione nell'assemblea dei soci della SPAC
- *Business combination*

Come si è visto nella Figura 1, esiste anche il caso di liquidazione della SPAC. Tale evento accade in due circostanze:

- La ricerca della *target* non ha successo e dunque non è attuata la *business combination* entro il periodo massimo di vita della SPAC (tra i 12 e i 24 mesi). Pertanto il capitale versato, essendo segregato in un *escrow account* (definito anche *trust* o fondo vincolato), è interamente restituito agli investitori.
- Durante la fase di votazione assembleare vi è il rigetto della proposta di *business combination* da parte degli azionisti. Anche in tal caso il capitale versato è restituito.

Costituzione della società

Il primo passo è la creazione della società, come una tradizionale Società per Azioni, da parte degli *sponsor* (definiti anche promotori) che apportano un certo ammontare di capitali. Tali soggetti sono generalmente persone fisiche e sono coloro i quali investono le prime somme di denaro nella costituzione della società, nell'avvio della quotazione e nel funzionamento della stessa. Nel caso in cui l'operazione non abbia successo, il capitale investito andrà perduto. Altro rischio accollato dagli *sponsor* è quello reputazionale in caso di insuccesso dell'iniziativa.⁷⁶

Il *track record* dei promotori sui mercati finanziari è di fondamentale importanza e costituisce il principale motivo di attrazione da parte dei potenziali investitori⁷⁷. Per questo motivo gli *sponsor* giocano un ruolo chiave anche dopo l'acquisizione e la *business combination*, occupando un posto nel consiglio di amministrazione (formando il

⁷⁶ Rodrigues, U., Stegemoller, M., "Exit, Voice and Reputation: The Evolution of SPACs", UGA Legal Studies Research Paper, nr.11-12, Ottobre 2011

⁷⁷ Come illustrato da Lakicevic, M., Vulanovic, M., "A story on SPACs", Managerial Finance Vol.39, Novembre 2011 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 combination*.

management team della SPAC) ed assumendo voce in capitolo in termini di gestione strategica e relazione con gli investitori⁷⁸.

I promotori costituiscono la SPAC sottoscrivendo capitale e/o conferendo risorse ad altro titolo (detenendo nella fase iniziale il 100% del capitale sociale), apportando un limitato ammontare di risorse finanziarie iniziali. Più precisamente i promotori partecipano al capitale sociale mediante tre forme di *equity*: 1) *sponsor equity*, che rappresenta circa il 20% del capitale sociale post quotazione e viene acquisito dai promotori ad una cifra simbolica, irrisoria se confrontata con il potenziale valore in caso di successo dell'operazione; 2) *sponsor warrant*, che rappresenta circa l'1,5-4% del capitale sociale post quotazione e attribuisce ai promotori il diritto di sottoscrivere un certo numero di azioni della società *target* acquisita una volta conclusa la *business combination*; 3) *sponsor co-investment*, che dà la possibilità ai *promoter* di sottoscrivere un certo ammontare di *units* (la cui struttura sarà analizzata a breve) al momento della quotazione. I primi due tipi di *equity* costituiscono il *capital at risk* dei promotori, in quanto sono somme del capitale investito che andrebbero perse se l'operazione non andasse in porto.⁷⁹ Inoltre è interessante notare che le azioni in possesso dei promotori sono spesso vincolate da una clausola di *lock up*, ossia un accordo che comporta l'impossibilità di cedere i titoli sul mercato nel periodo successivo alla *business combination* (tale periodo solitamente va dai 6 mesi ai 3 anni) allo scopo di evitare un eccessivo riversamento di azioni sul mercato che provocherebbe un calo del prezzo.

Come si vedrà in seguito, l'insieme di questi fattori costituirà la fonte di maggior guadagno per i promotori.

Quotazione

In seguito alla costituzione della società si entra nella fase di quotazione sul mercato. Gli *sponsor* deliberano un aumento di capitale che andrà a servire l'IPO, cedendo sul mercato una percentuale pari a circa l'80% della porzione totale di capitale posseduto, mantenendo la partecipazione residuale del capitale post quotazione. La quotazione è chiaramente molto semplificata rispetto la procedura analizzata nel primo capitolo, in quanto la SPAC, essendo priva di *asset* e di una specifica attività operativa, non dovrà presentare né il

⁷⁸ Gagliardi, G., "Le SPAC approdano in Italia", Amministrazione & Finanza, Ottobre 2011, p.63

⁷⁹ Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, p.35.

business plan né il bilancio certificato. Il mercato, e ovviamente l'investitore, valuta la bontà dell'operazione esclusivamente sulla base del *track record* dei promotori. Nonostante il processo semplificato, la SPAC si doterà del tradizionale *pool* di *advisor* per gestire l'intero processo di *listing* e per farsi assistere nella predisposizione della documentazione, come il prospetto informativo che dovrà individuare i seguenti aspetti⁸⁰:

- I potenziali fattori di rischio cui è soggetto l'investitore.
- Una spiegazione del funzionamento della struttura societaria, in termini di unità emesse, profilo dei promotori, tipologia di investimento.
- Descrizione dell'*investment strategy* che la SPAC intende mettere in atto.⁸¹

Ottenuta l'autorizzazione dell'organo di vigilanza, il prospetto informativo è reso pubblico ed inizia la fase di *marketing* e *roadshow*, in questo caso ancor più importante rispetto la quotazione tradizionale poiché gli *sponsor* dovranno esporre il proprio *track record* e le informazioni riguardanti la *target* alla comunità finanziaria.

La semplificazione del processo vale anche per la fase di *pricing*, in quanto non vi è nessun *asset* o attività operativa da valorizzare. Agli investitori è offerto un ammontare di unità (o *units*) costituite da un'azione ordinaria ed uno o più *warrant*⁸², fissando un prezzo del tutto convenzionale che nella prassi è solitamente compreso tra i 6 e i 10 dollari. I *warrant* possono essere scissi, e negoziati separatamente, rispetto ai titoli veri e propri; inoltre gli stessi sono esercitabili solo una volta realizzata effettivamente la *business combination*. Ovviamente nel caso in cui l'acquisizione della società *target* non sia approvata in assemblea, oppure il management non riesca a trovare una *target* entro la data di scadenza della società, i *warrant* sono privi di valore. In precedenza nelle SPAC di prima

⁸⁰ Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, pp.55-56.

⁸¹ Come affermato da Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, p.12, la SPAC deve operare in una predeterminata *industry* o settore di attività (un esempio può essere Glenalta Food, SPAC formata da *promoter* con solide esperienze nel settore del *Food*), mentre in altri casi assume una funzione "generalista" non dedicata a specifici settori.

⁸² Il Sito Ufficiale di Borsa Italiana in *Glossario*, 2013 definisce il *warrant* come "strumento finanziario che conferisce al possessore il diritto(non l'obbligo) di acquistare (*warrant call*), sottoscrivere o vendere (*warrant put*) una determinata quantità di titoli (sottostante) a un prezzo predefinito (*strike-price*) e entro una scadenza stabilita". Nel caso delle SPAC il *warrant* non può essere negoziato prima della conclusione della *business combination*.

generazione erano offerte unità ad un prezzo di 6 dollari ed erano solitamente formati da un'azione ordinaria e due *warrant*.

Il capitale raccolto durante la quotazione è vincolato (generalmente una quota compresa tra il 95% e 100%), come detto più volte, in un *trust* o *escrow account* ed è immobilizzato e reso indisponibile alla *management company* sino al momento della *business combination*, oppure fino alla liquidazione quando l'iniziativa non ha successo o vi è il rigetto dei soci dissenzienti. L'*escrow account* è investito in titoli *risk-free*, mentre la parte residuale, ove previsto, viene utilizzata, insieme al capitale investito dai promotori, per sostenere le varie spese generali di quotazioni.

Ricerca della *target*

Conclusa la quotazione, la SPAC inizia probabilmente la fase più delicata ed importante dell'intero processo. Come già si è accennato, la SPAC opera in un arco temporale breve, compreso tra i 12 e i 24 mesi dalla data di quotazione in Borsa⁸³. Le società *target* sono generalmente *private company* virtuose, non quotate, di dimensione medio-piccole, ma allo stesso tempo con un *background* operativo ed organizzativo strutturato in grado di poter sostenere lo *status* di società quotata e quindi sottostare ai numerosi obblighi informativi e alle restrizioni analizzate nel Capitolo 1.

L'identificazione della *target company* segue la politica di investimento della SPAC. Dunque, come si è già visto, ogni SPAC seguirà una determinata *industry* o una visione generalista, oltre che differenti requisiti di dimensione. Dall'analisi dei vari siti ufficiali di alcune tra le più importanti SPAC italiane (si veda www.indstars.it, www.innovaitaly1.it, www.spaceholding.it, www.glenaltafood.com) si nota che l'obiettivo in termini di fatturato corrisponde ad un *range* compreso tra i 40 ed i 350 milioni di euro. In genere, tuttavia, ciascuna SPAC assegna un *range* dimensionale soggettivo. Aspetto comune è, invece, la ricerca di società, maggiormente chiuse o partecipate da fondi di *private equity*, che vogliono accedere in maniera rapida e certa alla quotazione, accettando una diluizione della propria partecipazione, allo scopo di finanziare un piano di sviluppo ritenuto solido e percorribile. Tale aspetto è di estrema importanza, in quanto delimita la SPAC come

⁸³ Tale periodo è prorogabile, previa approvazione della maggioranza degli azionisti, di ulteriori 6 mesi, nel caso in cui la SPAC abbia firmato una lettera di intenti o un accordo vincolato con la potenziale *target*.

strumento utilizzato ai fini della crescita dell'impresa, piuttosto che della monetizzazione degli azionisti di controllo.

Una volta identificata la *target*, come qualsiasi operazione di *M&A*, viene firmato un accordo di esclusiva tra lo *sponsor* e la società *target*. Nel periodo che intercorre dalla firma di tale accordo alla data di assemblea dei soci che dovrà approvare la potenziale *business combination*, vengono resi pubblici i vari prospetti informativi della *target*, in modo da permettere agli investitori una corretta valutazione dell'investimento. Inoltre, nell'arco di tale periodo, è interessante esaminare l'andamento dei titoli della SPAC, in modo da comprendere come il mercato valuta la bontà dell'eventuale *business combination*. Chiaramente se i titoli si apprezzano, l'operazione può essere considerata positivamente, viceversa se l'andamento dei titoli è neutrale, è probabile che l'operazione non sia giudicata ottimale.⁸⁴ In seguito un'analisi del titolo di Made in Italy 1 S.p.A., SPAC che si è poi fusa con Sesa S.p.A.:

Figura 2.2: Andamento Made in Italy 1 S.p.A.



Nell'Ottobre 2013 la *target* Sesa S.p.A. ha concluso il processo di quotazione in Borsa grazie all'approvazione della fusione con Made in Italy 1. L'annuncio dell'approvazione, come si nota nella figura, ha avuto effetti pienamente positivi, dunque il mercato ha reagito favorevolmente all'operazione, giudicandola vantaggiosa. Sesa S.p.A. sarà la prima *target company* ad effettuare il passaggio dall'AIM all'MTA e, ad oggi, è quotata sul segmento STAR, dimostrando la bontà della valutazione effettuata dal mercato.

Votazione dell'assemblea dei soci

⁸⁴ Jenkinson, T., Sousa, M., "Why SPAC Investors Should Listen to the Market", Journal of Applied Finance Vol. 21 nr.2, Novembre 2015.

Identificata la società *target*, la SPAC convoca un'assemblea straordinaria in cui dovrà presentare il progetto di *business combination* ai propri investitori, corredato da relazioni sulla logica dell'operazione, sui risultati ottenuti in *due diligence*, il *business plan* e le strategie future della *target*. L'assemblea deciderà se approvare o meno il progetto ed, in caso negativo, i soci dissenzienti hanno diritto alla restituzione delle somme di denaro investite. La *business combination* è considerata valida qualora la quota di azionisti dissenzienti che esercitano il diritto di recesso, talvolta definito diritto di *exit*, non superi il limite stabilito dallo statuto della SPAC e quando in assemblea vi sia una maggioranza qualificata pari, nella gran parte dei casi, all'80%.

Nel caso in cui l'assemblea approva il progetto, si procede alla *business combination*, che può essere eseguita in diversi modi: 1) un primo caso consiste nell'acquisizione diretta delle azioni della società *target* da parte della SPAC; 2) una seconda modalità prevede l'emissione, da parte della *target*, di azioni nuove che saranno destinate alla SPAC; 3) l'ultima modalità concerne la possibilità di *Reverse Merger* tra la *target* e la SPAC. Nella prassi l'operazione è eseguita mediante una combinazione delle tre modalità, anche se può accadere che le società non si fondino, costituendo una *holding* finanziaria con a capo la SPAC. Nonostante ciò la fusione inversa è il più naturale dei processi, poiché in tal modo la *target company* privata si ritrova rapidamente quotata in Borsa.

Inoltre è utile rilevare la differenziazione tra due tipologie di SPAC: la SPAC di minoranza e la SPAC di maggioranza. Nel primo caso, la SPAC esegue operazioni atte ad acquisire una partecipazione di minoranza, quindi non di controllo, della *target company*, mentre nel secondo caso vengono effettuati investimenti che comportano l'acquisizione di una partecipazione rilevante, quindi di controllo. In quest'ultimo caso la SPAC cesserà di esistere e la *target* si ritroverà quotata in Borsa al 100%, mentre nel caso delle SPAC di minoranza (generalmente più diffuse) una porzione di capitale rimarrà in possesso della *target* e la restante parte costituirà un flottante pari alla partecipazione detenuta dagli azionisti della SPAC. Un ulteriore caso, diffuso nella prassi, consiste in un'operazione mista, in cui la SPAC acquista una parte di azioni già esistenti della *target company* ed un'ulteriore porzione di azioni emesse attraverso un aumento di capitale.

Nel caso in cui l'assemblea non approva il progetto di *business combination*, vi sono due possibilità per la *management company*: 1) se ci si trova ancora nell'arco temporale massimo previsto, la ricerca della *target company* può essere prolungata, coprendo la parte

di capitale restituito ai soci dissenzienti attraverso l'ingresso di nuovi investitori, riducendo la dimensione dell'investimento o reperendo capitale di debito; 2) procedere ad una liquidazione totale, in seguito allo scioglimento della società.

Periodo post-operazione

Il periodo successivo alla *business combination* non presenta caratteristiche comuni in tutte le operazioni, poiché dipende da numerosi fattori come la dimensione dell'operazione, la modalità con cui è effettuato l'investimento, il settore e le peculiarità della società *target*, l'esperienza dei *promoters*, l'ammontare di capitale raccolto dalla SPAC, ecc.

Una delle caratteristiche principali di una SPAC è che tutti i benefici economici degli attori (promotori, imprenditore, investitori) sono subordinati al raggiungimento della *business combination*. Infatti, il momento successivo alla *business combination* rappresenta la fase in cui gli investitori possono ottenere un *capital gain*, liquidando le proprie azioni ordinarie sul mercato finanziario, ove i titoli della nuova società si fossero apprezzati, ed esercitando i *warrant*. Invece l'imprenditore, grazie alle risorse reperite mediante l'operazione, potrà finanziare i piani di sviluppo da lui previsti nel *business plan*, esercitando ancora un ruolo guida all'interno della società, coadiuvato dai membri del *management team*⁸⁵. Per ultimi, i *promoter* ottengono un guadagno con l'eventuale esercizio dei *warrant* e dalla valorizzazione della partecipazione sociale⁸⁶.

2.2.2 Fattori di successo dell'operazione e caratteristiche del mercato italiano

Uno studio interessante è quello svolto da Lakicevic e Vulcanovic⁸⁷, i quali hanno individuato numerosi elementi che sembrano incidere sulla percentuale di successo di una SPAC nel corso del tempo. Alcuni dei principali fattori determinanti sono i seguenti:

⁸⁵ Arlotta, C., Bertolotti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, pp. 172-173.

⁸⁶ A differenza dei promotori dei Fondi di *Private Equity*, i quali ricevono anche delle commissioni di gestione.

⁸⁷ Lakicevic, M., Vulcanovic, M., "The role of warrants in shelf offerings", Montenegrin Journal of Economics VII, 2011, pp-72-79.

- Il numero dei promotori e la loro esperienza: come già affermato più volte, lo *standing* dei promotori sembra essere l'unica variabile di successo in sede di quotazione della SPAC, essendo quest'ultima priva di attività operative. Il successo di un'operazione è dunque direttamente proporzionale alle competenze e alla reputazione degli *sponsor*. Ovviamente al crescere del numero dei promotori, maggiore è la probabilità di riuscita dell'operazione, grazie all'apporto di risorse manageriali e di esperienza.
- La volatilità del mercato: la SPAC può essere vista come una reale alternativa agli investimenti in altri prodotti finanziari meno redditizi. Infatti, l'investimento in una SPAC altro non è che un investimento *risk-free* con un'opzione *call* sulle azioni (il *warrant*) e di durata massima di due anni, e data la contenuta volatilità dei loro titoli possono essere considerate come investimento sostitutivo rispetto a quegli strumenti finanziari che non sono altrettanto redditizi a causa della volatilità del mercato.⁸⁸
- L'insieme degli investitori che prendono parte al processo: sembra essere fondamentale la presenza o meno, tra gli investitori istituzionali, di soggetti che attuano politiche speculative. Tra questi rientrano gli *hedge funds* e i *private equity funds*, principalmente orientati all'ottenimento di un *capital gain* nel breve periodo piuttosto che un investimento nel lungo periodo. La caratteristica comune tra questi soggetti è quella di votare contro il progetto di *business combination*, al di là della bontà dell'investimento, con l'obiettivo di ottenere il diritto di riscattare le azioni per un pro-rata del *trust* che risulterà essere maggiore rispetto al prezzo d'acquisto dell'azione, sfruttando la maturazione degli interessi del *trust* della SPAC derivanti dall'investimento in titoli *risk-free*.

Ai fini di una migliore comprensione dei fattori principali di successo, è utile soffermarsi brevemente sulle caratteristiche qualitative di tali strumenti.

Le prime operazioni in Borsa tramite SPAC si sono realizzate nel corso del 2011 con la quotazione di Italy Investment 1 S.A., società di diritto lussemburghese, sul mercato regolamento MIV e quella di Made in Italy S.p.A., prima SPAC di diritto italiano, sul mercato AIM. Con la modifica del Regolamento dei Mercati, nel 2010 è stato introdotto

⁸⁸ Lewellen, S., "SPACs as an Asset Class", Yale University, Marzo 2009.

nel MIV un segmento specifico per le SIV (*Special Investment Vehicles*), riservato agli investitori professionali e, dunque, non aperto agli investitori *retail*. Tra le varie forme di SIV rientra la SPAC, in quanto uno dei requisiti fondamentali di ammissione al segmento è prevedere nel proprio statuto una politica di investimento non diversificata. In aggiunta alle SPAC vengono posti dei vincoli formali, tra cui: 1) un *timing* di investimento non superiore ai 36 mesi per investire almeno il 50% del totale dell'attivo, pena lo scioglimento della società; 2) autonomia gestionale, dunque assenza di ostacoli alla massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari; 3) richiesta di costituzione di un conto vincolato in cui depositare il capitale raccolto, che dovrà essere investito in attività prive di rischio; 4) presenza di un *track record* del management ed almeno 3 dirigenti con minimo 3 anni di esperienza nella gestione strategica di investimenti della dimensione e del tipo che formano l'oggetto di investimento della società; 5) adeguata politica di gestione dei conflitti di interesse tra le parti coinvolte.⁸⁹

Per quanto riguarda il Regolamento Emittenti AIM, esso prevede la possibilità di quotare società di investimento che abbiano pubblicato una precisa *investment policy* e, in riferimento alle disposizioni di attuazione, si chiarisce che tale possibilità vale anche per società che contengono esclusivamente cassa (*cash shells*, *blank check companies* e SPAC).

Il mercato di quotazione preferito dagli *sponsor* è l'*Alternative Investment Market*, perché essendo non regolamentato richiede obblighi informativi meno stringenti rispetto al MIV.

Si ripropone di seguito lo schema delle differenze intercorrenti, in termini di vincoli, tra il mercato regolamentato MIV e il mercato non regolamentato AIM⁹⁰. È chiaro che la SPAC quotata sul MIV, al momento della fusione con la società operativa *target*, si quoterà sull'AIM, altrimenti verrebbero meno i vari vincoli del MIV, considerati nel precedente paragrafo.

In seguito un confronto delle caratteristiche dei due mercati presi in esame.

⁸⁹ Borsa Italiana, “*I mercati degli Investment Vehicles gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIMFD*”, 18 Ottobre 2014.

⁹⁰ Per una trattazione più ampia dei vari mercati di Borsa Italiana *cf.* Capitolo 1.

2.3: MIV e AIM a confronto

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

Fonte: elaborazione propria dei dati forniti da Borsa Italiana.

Un dato di estrema importanza è l'analisi del mercato di quotazione attuale. Come si vedrà in seguito, uno degli elementi di grande debolezza nella quotazione tramite SPAC, dal punto di vista della società *target*, è la scarsa visibilità ottenuta sull'AIM. Il mercato alternativo è visto come una sorta di "trampolino di lancio" per l'accesso ai mercati più visibili, prestigiosi e liquidi come l'MTA o, nel migliore dei casi, il segmento STAR. Esaminando le imprese *target*, risultati eccellenti sono stati raggiunti da Avio S.p.A., Fila S.p.A. e Sesa S.p.A., che ad oggi sono quotate sul segmento STAR del Mercato Telematico Azionario, e anche da Lu-ve S.p.A. e IVS S.p.A., quotate oggi sull'MTA, mentre le restanti imprese negoziano ancora i propri titoli sull'*Alternative Investment Market*. Il cambio di listino è sinonimo di successo dell'operazione, rispecchiando pienamente la crescita dell'impresa *target*, la quale soddisfacendo i numerosi requisiti di accesso al mercato principale (ancor di più nel caso del segmento STAR) dimostra tali aspetti:

- Un salto dimensionale, tradotto in termini di miglioramento del fatturato, della marginalità operativa e della composizione del capitale.
- Un salto organizzativo, inteso come miglioramento delle strutture interne dedicate alla *compliance*.

- Passaggio della proprietà ad una mentalità molto più dinamica, accettando livelli di flottante più elevati e una composizione degli organi societari maggiormente indipendente

Tale passaggio, pertanto, si attua con dei miglioramenti delle strutture sopracitate e, chiaramente, con il passaggio di un periodo di tempo adeguato.

2.2.3 Vantaggi e criticità: la prospettiva dei promotori

Come si è visto, il processo di quotazione di un'impresa tramite SPAC, se ben coordinato dai promotori identificando una società *target* virtuosa con un credibile e solido piano di crescita, può arrecare dei benefici a tutti gli attori coinvolti nel processo. Ai fini degli obiettivi dell'elaborato, è fondamentale esaminare i vantaggi ed i rischi generali che tale operazione comporta. Tale analisi sarà poi ripresa nel corso del Capitolo 3, in cui si attuerà una comparazione, ed uno studio dei rispettivi vantaggi ed aspetti critici, fra le SPAC (oltre gli altri strumenti che si osserveranno all'interno del suddetto capitolo) e l'IPO tradizionale sotto il punto di vista dell'imprenditore (e dunque della società *target*) e degli investitori. In tale capitolo si tenterà di fornire uno schema chiaro e conciso dei vantaggi e criticità per i promotori.

Nello scenario dei *promoter*, gli attori principali dell'operazione di quotazione tramite SPAC, si segnalano tali possibili benefici⁹¹:

- Ruolo chiave e diretto nell'intera operazione: gli *sponsor* hanno un contatto privilegiato con gli investitori e costruiscono solide relazioni con gli imprenditori della società *target*. L'influenza sugli altri due protagonisti dell'operazione permette ai promotori una certa libertà decisionale, utile a raggiungere i risultati prefissati.
- Investimento iniziale esiguo: solitamente i *promoter* investono circa il 3-3,5% della dotazione finanziaria totale vincolata nel *trust*. Questa limitata porzione di capitale investito è messa a servizio delle spese per la costituzione della SPAC, della ricerca degli investitori e della *target*, e per le varie fasi di *due diligence*. Va sottolineato,

⁹¹ Arlotta, C., Bertolotti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, pp. 175-177.

tuttavia, che tale somma verrebbe persa qualora non si giungesse alla conclusione della *business combination*.

- Ritorni dell'investimento: il capitale investito, sia sotto forma di *sponsor equity* che di *sponsor warrant*, è acquisito ad un prezzo "simbolico" e, dunque, offre ai promotori azionisti iniziali l'opportunità di ottenere un importante *capital gain* nel caso in cui la SPAC concluda con successo la *business combination*. Inoltre i promotori, al termine dell'operazione, assumerebbero la carica di amministratori in una società industriale quotata.

Criticità dell'operazione

Secondo la prospettiva degli investitori e dei promotori, l'operazione presenta certamente alcune criticità gestionali da tenere sotto controllo ai fini del successo dell'operazione.

- Gestione dei conflitti d'interesse: il mercato MIV prevede, tra i requisiti fondamentali per la quotazione, la documentazione in merito alla gestione dei potenziali conflitti di interesse tra società *target*, *promoter* e investitori. Un conflitto di interesse molto diffuso si genera principalmente nella situazione in cui il promotore si ritrova, in prossimità della scadenza del termine massimo della SPAC, a presentare anche delle opportunità non veramente profittevoli per gli investitori, pur di veder approvata la *business combination* ed ottenere un *capital gain*. Tale criticità è gestita dalla possibilità garantita agli investitori di esercitare il diritto di recesso.
- Gestione del diritto di recesso: il *management team* ha l'onere di far approvare il progetto agli investitori e, pertanto, si pone in una situazione di *stress*, focalizzata a dimostrare la virtuosità della società *target* nel periodo antecedente l'assemblea⁹². Il rischio sarebbe quello di dover perdere l'opportunità di investimento, nel caso in cui non si raggiunga una maggioranza qualificata o comunque, a seconda dei singoli recessi dei soci dissenzienti, rinunciare a parti del capitale investito. Inoltre l'operazione, finché non è approvata, è considerata incerta e, dunque, la liquidità dei titoli della SPAC sul mercato è molto limitata⁹³.

⁹² Arlotta, C., Bertoletti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, p. 175

⁹³ Gagliardi, G., "Le SPAC approdano in Italia", Amministrazione & Finanza, Ottobre 2011, pp. 61-68.

- Gestione dell'informativa sulla *target company*: lo *status* di quotata della SPAC comporta una serie di obblighi informativi in merito alle operazioni rilevanti che vengono effettuate, dunque dal momento dell'identificazione della *target* fino all'eventuale approvazione del progetto in assemblea, la SPAC diffonderà sul mercato varie informazioni concernenti la società oggetto dell'operazione. Quest'ultima è solitamente riluttante all'idea di diffondere informazioni sensibili sulla propria gestione senza avere la certezza del voto positivo in sede di assemblea. Per questo motivo è sempre più comune, negli ultimi anni, assistere ad una fase di negoziazione tra i *promoter* e gli investitori prima della votazione in assemblea o addirittura dell'annuncio della *business combination*, instaurando degli accordi vincolanti che mitigano l'insofferenza della *target* a diffondere informazioni preziose.

2.3 Reverse Takeover: disciplina dell'Offerta Pubblica d'Acquisto e il market for corporate control

Dopo aver analizzato approfonditamente lo strumento della SPAC, è utile soffermarsi sul processo di *Reverse Takeover*, nel caso in cui la società quotata sia presente sul mercato borsistico a prescindere dall'operazione di *Reverse Merger*.

In tal caso, come si è detto nell'introduzione a questo capitolo, è la società non quotata a doversi attivare per la ricerca della *target* che è, dunque, la società quotata. La sostanziale differenza con la quotazione in Borsa tramite SPAC è esattamente questa.

Chiaramente, come detto più volte, un'operazione di *Reverse Merger* è possibile solo nel momento in cui la società acquirente non quotata ottenga il controllo della *public company*. Ottenendo il controllo della società, l'acquirente sarà in grado di gestire le sorti dell'impresa, avendo piena facoltà in tema di destinazione dell'utile aziendale, gestione dei flussi di cassa e definizione della struttura patrimoniale.

È per questi motivi che il *Reverse IPO*, in tal caso, è subordinato alla disciplina in materia di Offerta Pubblica di Acquisto, per tale intendendosi una proposta di acquisto del

controllo di una società quotata in Borsa (la *target*) da parte di un soggetto (l'acquirente). L'offerta pubblica d'acquisto si divide in tre tipologie e può essere realizzata sia da persone fisiche sia giuridiche:

- Opa (Offerta Pubblica d'Acquisto), in cui l'acquisizione della partecipazione è effettuata tramite cassa.
- Ops (Offerta Pubblica di Scambio), in cui il finanziamento dell'operazione prevede la consegna delle azioni dell'offerente secondo un predeterminato rapporto di concambio.
- Opas (Offerta Pubblica d'Acquisto e di Scambio), in cui il pagamento è misto e composto sia da cassa sia da azioni dell'offerente, nella misura decisa da quest'ultimo.

Contestualmente alla comunicazione della volontà di realizzare l'operazione, dovrà essere pubblicata anche la modalità di finanziamento dell'Offerta pubblica. È chiaro che la scelta in merito alla modalità di finanziamento del progetto di acquisizione si baserà sulla volontà o meno dell'acquirente di vedersi diluita la propria quota di partecipazione. In caso di Offerta pubblica di scambio, l'acquirente subirà una diluizione pari al rapporto di concambio determinato durante la negoziazione. Viceversa, in caso di pagamento per cassa, l'acquirente dovrà valutare la convenienza dell'operazione comparando il proprio costo del capitale con quello della società *target*. Nel caso in cui il primo fosse inferiore al secondo, l'operazione è conveniente dal punto di vista finanziario, ma presenta una problematica di asimmetria temporale, in quanto il prezzo ufficiale sarà determinato solo alla fine dell'operazione, pertanto le varie comunicazioni presso la Consob e la società oggetto saranno già state eseguite. L'offerta pubblica di scambio è maggiormente diffusa nei paesi anglosassoni, perché gli azionisti d'Oltre Manica sono meno interessati a mantenere la partecipazione di controllo, preferendo un aumento del valore aziendale⁹⁴.

Le società quotate in Borsa sono esposte a rapidi e frequenti cambiamenti della compagine azionaria. Inoltre per tali società la trasparenza in termini di composizione dell'assetto proprietario è rilevante per assicurare il corretto adempimento degli obblighi informativi. Pertanto, chiunque acquisti una partecipazione di controllo in una società quotata deve

⁹⁴ Caprio, L., "Valore dell'impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche di acquisto: un'analisi economica", Finanza e mercati n.43, 1992, pp.39-83

sottostare a specifiche regole, introdotte nel 1992, previste dagli articoli 101-*bis*-112 del Tuf (Testo Unico della Finanza), normativa che prevede l'obbligo di comunicare la propria partecipazione rilevante nell'assetto proprietario della società quotata sia alla Consob sia alla società partecipata. Si definisce rilevante, la partecipazione di un soggetto il cui ammontare di azioni superi la soglia prestabilita del 2% del capitale con diritto di voto in assemblea.⁹⁵ Ulteriori comunicazioni alla Consob sono effettuate solo quando sono superate le percentuali del 5% e successivi multipli di cinque fino al 50% (e, dunque, al 66,6, 75, 90 e 95%). Ovviamente nel calcolo si considerano esclusivamente le azioni con diritto di voto, e non le azioni di risparmio. In caso di mancata comunicazione alla Consob, e alla società oggetto dell'acquisizione, è comminata una sanzione pecuniaria, la sospensione del voto in assemblea e l'obbligo di cedere le azioni eccedenti sul mercato entro 12 mesi. La Consob, recepita la comunicazione di lancio dell'Opa, ha 15 giorni di tempo per richiedere informazioni integrative, trascorsi i quali il documento può essere reso pubblico (art.102 Testo Unico della Finanza). Il management della società *target* dovrà invece rendere conto ai propri azionisti della valutazione di merito dell'Opa, dichiarando se l'offerta è da ritenersi ostile, con almeno il 30% dei soci contrario all'accettazione dell'offerta, o amichevole.

Dunque le operazioni di acquisto delle partecipazioni rilevanti in società quotate risultano fortemente regolamentate. In passato, invece, un pacchetto di controllo poteva anche essere ceduto direttamente dal proprietario, senza comunicare alcunché alla Consob. Tale aspetto costituiva per le minoranze un abuso di potere da parte della maggioranza, in quanto il prezzo di tale pacchetto era ceduto ad un valore maggiore rispetto la quotazione di Borsa. Il maggior valore era attribuibile al premio di maggioranza e le minoranze non potevano accedere ai benefici di tale premio, vendendo i propri pacchetti sul mercato⁹⁶. In realtà già esisteva una tecnica che rendesse trasparente il processo di acquisizione del controllo della società quotata. L'acquirente, infatti, poteva lanciare un'offerta pubblica di acquisto rivolta

⁹⁵ Come affermato da Campobasso, G.F., "*Diritto delle società*", UTET Giuridica, 2014, pp-254 e ss., la Consob può estendere tale obbligo anche per le partecipazioni inferiori alla soglia del 2%, nel caso di società con azionariato particolarmente diffuso ed elevato valore di mercato, allo scopo di evitare comportamenti speculativi.

⁹⁶ In riferimento a Vulpiani, M., "*Special cases of business valuation*", Mc Graw-Hill, 2014, pp.357-360, il premio di maggioranza è il sovrapprezzo attribuito alle azioni nel caso in cui è trasferito all'acquirente il diritto di controllo e, dunque, la possibilità di determinare il "destino" della società.

a tutti gli azionisti della società *target* quotata, in maniera trasparente e vantaggiosa anche per gli azionisti di minoranza, allo stesso prezzo pagato agli azionisti di maggioranza. Il reale problema era la totale assenza di una precisa disciplina che regolasse il processo di Opa, e ciò scatenava una vera e propria battaglia tra l'acquirente e il gruppo di comando preesistente. Infatti, il gruppo di comando aveva a disposizione una serie di tecniche difensive⁹⁷, come l'acquisto di azioni proprie sul mercato, l'aumento del capitale sociale, il mutamento dello statuto, eccetera, che comportavano l'aumento del prezzo per azione, rendendo l'operazione più costosa e classificandola come ostile. Tale situazione, poco chiara e non disciplinata, è mutata totalmente nel 1992, con l'introduzione della disciplina in materia di trasparenza nei passaggi di proprietà delle partecipazioni rilevanti e, soprattutto, di tutela delle minoranze.

Da allora l'offerta pubblica di acquisto è diventata una procedura obbligatoria nel caso in cui è trasferita la partecipazione di controllo di una *public company*. La tutela delle minoranze è garantita solo tramite la cosiddetta Opa successiva totalitaria, ossia consentendo loro di uscire dalla società a seguito del cambiamento di vertice e garantendo lo stesso prezzo offerto agli azionisti di controllo. La normativa afferma che è obbligato a promuovere un'offerta pubblica di acquisto, chiunque, in seguito ad un acquisto, venga a detenere, direttamente o indirettamente, una partecipazione superiore al 30% dei titoli che attribuiscono il diritto di voto nelle delibere assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, oppure il 30% dei titoli che consentono di esercitare un'influenza sulla gestione della società⁹⁸. Tale offerta deve essere promossa entro venti giorni e deve prevedere l'acquisizione della totalità dei titoli in circolazione. Il legislatore prevede anche un prezzo minimo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente nei 12 mesi anteriori all'offerta presentata per l'acquisto delle azioni. Nel caso in cui non ci fossero stati precedenti acquisti, il prezzo applicato corrisponderà a quello medio ponderato di mercato applicato al titolo negli ultimi 12 mesi.

⁹⁷ Nella prassi sono definite *poison pills* (pillole avvelenate). L'adozione di tali tecniche si rifà al concetto di *passivity rule*, ossia al divieto imposto agli amministratori della società oggetto dell'Opa di attuare tecniche difensive, modificanti l'assetto patrimoniale e finanziario della società, che pregiudichino l'operazione. In Italia tale regola di astensione da parte degli amministratori perde efficacia se la maggioranza degli azionisti delibera a favore di azioni difensive.

⁹⁸ Campobasso, G.F., "Diritto delle società", UTET Giuridica, 2014 pp.261-262.

Vi sono tre ulteriori tipologie di Offerta Pubblica di Acquisto, da esaminare per ragioni di completezza:

- L'Opa preventiva totalitaria, disciplinata dall'articolo 106 del Testo Unico della Finanza, che prevede l'obbligo di Opa anche per i soggetti che intendano acquisire direttamente il controllo di una società quotata, detenendo una partecipazione superiore al 30%.
- L'Opa preventiva parziale, disciplinata dall'articolo 107 del Testo Unico della Finanza, che prevede l'obbligo di Opa limitatamente al 60% delle azioni ordinarie, in deroga all'Offerta successiva totalitaria. Ciò può avvenire solo se ricorrono le seguenti condizioni: 1) il soggetto offerente non ha acquistato partecipazioni superiori all'1% nei 12 mesi precedenti; 2) la maggioranza dell'assemblea ordinaria, ad esclusione dell'offerente e dell'azionista di maggioranza scalato dall'offerta, approva l'offerta,
- Opa residuale, regolamentata dall'articolo 108 del TUF, che prevede l'obbligo di lanciare l'Opa per chiunque avesse detenuto una partecipazione superiore al 90% del capitale con diritto di voto, ad un prezzo determinato dalla Consob. Tale fattispecie ha lo scopo di garantire la possibilità di *delisting* della società nella misura in cui i titoli di quest'ultima non fossero sufficientemente liquidi. L'obbligo è aggirabile se l'azionista ripristina, entro 90 giorni, il flottante minimo necessario per svolgere una corretta negoziazione del titolo.

In conclusione, la regolamentazione delle acquisizioni di partecipazioni di controllo in società quotate, si basa su due obiettivi non sempre conciliabili⁹⁹:

- La tutela degli interessi delle minoranze: come detto, tale obiettivo si basa sul concetto di parità di trattamento di tutti gli azionisti, assicurando loro il diritto di vendere le proprie azioni allo stesso prezzo cui è stato ceduto il pacchetto di controllo, oltre che garantire la liquidità del mercato.
- L'efficienza economica nella riallocazione dei diritti di controllo: tale obiettivo, invece, nasce come necessità di garantire il corretto funzionamento del *market for corporate control*¹⁰⁰, ossia che nella misura in cui un nuovo gruppo di controllo

⁹⁹ Brealey, R.A., Myers, S.C. et al., "Principi di finanza aziendale", Mc Graw Hill, 2014, pp.725-730.

¹⁰⁰ Manne, H. G., "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy Vol. 110.

riesca a garantire *performance* migliori alla società oggetto dell'acquisizione, ciò non dovrà essere scoraggiato da una regolamentazione che può rendere il *Takeover* eccessivamente costoso. Si andrebbe a sacrificare l'afflusso di nuovi capitali sul mercato e, indirettamente, lo stimolo a incrementare il valore delle azioni della società oggetto dell'Opa.

È chiara la presenza di un indiscutibile *trade-off* fra i due obiettivi, specie nel caso italiano, in cui solitamente sono ceduti pacchetti di controllo che consentono agli azionisti di estrarre numerosi benefici privati¹⁰¹.

Il corretto funzionamento del *market for corporate control* è di vitale importanza affinché le risorse vengano allocate in maniera efficiente. Un'azienda performante è tale quando il proprio management, espressione degli azionisti di controllo, alloca efficientemente le risorse aziendali. Il mercato, sulla base della *market efficiency hypothesis*¹⁰², dovrebbe garantire la diffusione di informazioni in maniera trasparente e corretta a tutti gli investitori, riflettendo le *performance* e le prospettive dell'impresa nello *share price* della società quotata. Qualora lo *share price* di una società fosse in diminuzione, ciò suggerirebbe la sostituzione del management della *target* con il gruppo di comando dell'offerente, il cui obiettivo è riallocare le risorse in maniera efficiente, garantendo un miglioramento nella gestione e nella redditività della società obiettivo.

È richiesto, pertanto, un complesso equilibrio tra i requisiti regolamentari che assicurano gli interessi degli azionisti di minoranza e i requisiti di convenienza finanziaria che permettono ai soggetti offerenti di porre in essere un'operazione in grado di creare un ritorno economico e valore per la società oggetto dell'operazione (e dunque anche per il mercato).

2.3.1 Reverse Takeover sul mercato AIM e sull'MTA

Si è visto che una società può evitare la tradizionale procedura di quotazione in Borsa mediante l'utilizzo di un processo di *Reverse Merger*.

¹⁰¹ *cfr.* Capitolo 1, p.19.

¹⁰² *cfr.* Fama, E. F., "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", Journal of financial economics Vol.49, 1998, pp. 283-306.

Dopo aver osservato gli aspetti cruciali in tema di regolamentazione delle acquisizioni sul mercato borsistico ed analizzato i principi del *market for corporate control*, si vedrà l'impatto di tali disposizioni sui due mercati di riferimento in Italia.

Reverse Takeover sul mercato AIM.

Il processo di quotazione inversa sul mercato AIM è disciplinato dal Regolamento Emittenti, le cui disposizioni, essendo un mercato non regolamentato, sono emanate da Borsa Italiana S.p.A.. Ove l'emittente AIM Italia abbia dubbi sull'applicazione delle disposizioni del Regolamento dovrà consultare il proprio *Nominated Advisor*, il quale, come si è visto nel corso del Capitolo 1, è solitamente una banca di investimento o società di consulenza nel settore *corporate finance* che si occupa di supportare l'impresa quotata negli adempimenti informativi. Per essi valgono ulteriori disposizioni, contenute nel Regolamento dei *Nominated Advisers*, in cui sono elencati i vari obblighi da rispettare, oltre che le tecniche per acquisire status di *Nomad*.

Il Regolamento Emittenti disciplina il contesto del *Reverse Takeover* (o *Reverse Merger* o *Reverse IPO*) nell'articolo 14¹⁰³, definendo la procedura come una o più acquisizioni nell'arco di 12 mesi che per l'emittente AIM Italia:

- Risultino superiori al 100% in uno qualunque degli indici di rilevanza¹⁰⁴; o
- Determinino un cambiamento sostanziale nel business dell'emittente, nel consiglio di amministrazione o un cambiamento nel controllo; o
- Nel caso di una società di investimento, si discostino significativamente dalla politica di investimento (come descritta nel documento di ammissione o approvata dagli azionisti in conformità al presente Regolamento)

Inoltre aggiunge che qualsiasi accordo riconducibile alla fattispecie del *Reverse Takeover* deve essere:

- Condizionato all'approvazione degli azionisti convocati in assemblea.

¹⁰³ Regolamento Emittenti AIM Italia, Borsa Italiana, 4 Luglio 2016.

¹⁰⁴ Il regolamento Emittenti alla Scheda Tre stabilisce che gli indici di rilevanza sono: (1) indice di rilevanza dell'attivo calcolato come il rapporto percentuale tra il totale dell'attivo della società oggetto dell'operazione e l'attivo dell'emittente AIM; (2) indice di rilevanza dell'Ebitda calcolato come rapporto percentuale tra l'Ebitda della società oggetto dell'operazione e quello dell'emittente AIM; (3) indice di rilevanza del controvalore calcolato come rapporto percentuale tra il controvalore dell'operazione e la capitalizzazione dell'emittente AIM.

- Comunicato senza indugio, fornendo le informazioni specificate nella Scheda Quattro¹⁰⁵, e ove questo venga concluso con parti correlate, le informazioni aggiuntive previste dall'articolo 13, in tema di disciplina parti correlate.
- Accompagnato dalla pubblicazione di un documento informativo relativo all'entità allargata risultante dall'operazione e da un avviso di convocazione assembleare da pubblicarsi almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea.

Non più tardi della pubblicazione del documento informativo, l'emittente AIM Italia e il *Nominated Adviser* devono rilasciare a Borsa Italiana, come minimo, le attestazioni richieste, rispettivamente dalla Scheda 7¹⁰⁶, parte I, del Regolamento Emittenti e dalla Scheda 4, parte I, del Regolamento *Nominated Advisers*. Al più tardi alla data di efficacia dell'acquisizione, l'emittente AIM Italia e il *Nominated Adviser* devono rilasciare a Borsa Italiana le attestazioni richieste, rispettivamente dalla Scheda 7, parte II, del Regolamento Emittenti e dalla Scheda 4, parte II, del Regolamento *Nominated Advisers*.

Il *framework* regolatorio appena esposto disciplina, ampiamente e specificatamente, la fattispecie del *Reverse Takeover* sul mercato AIM. In precedenza la situazione non era così positiva e tale ordinamento è stato introdotto da Borsa Italiana solo nell'Agosto del 2014 (*cfr.* Avviso 14177 di Borsa Italiana). Infatti, con tale modifica, è stata superata la procedura che prevedeva la richiesta di una nuova ammissione sul mercato della società risultante dal processo di *Reverse Takeover* e il *delisting* dell'emittente AIM preesistente, nonostante l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti.

¹⁰⁵ La Scheda Quattro prevede che l'emittente AIM deve comunicare al pubblico, ove applicabili, le seguenti informazioni: (a) informazioni dettagliate sull'operazione, incluso il nome di ciascuna altra parte rilevante coinvolta; (b) una descrizione delle attività oggetto dell'operazione, o del business svolto da, o che utilizza, tali attività; (c) i profitti attribuibili a tali attività; (d) il valore di tali attività, se diverso dal corrispettivo; (e) il corrispettivo totale e dettagli su come viene determinato; (f) l'effetto dell'operazione sull'emittente AIM Italia; (g) dettagli relativi ai contratti di impiego degli amministratori proposti; (h) in caso di cessione, l'utilizzo previsto dei proventi della vendita; (i) in caso di cessione, se azioni o altri strumenti finanziari formeranno parte del valore ricevuto, una dichiarazione nella quale si precisa se tali strumenti finanziari debbano essere venduti o mantenuti in portafoglio; e (j) ogni altra informazione necessaria per consentire agli investitori di valutare l'effetto dell'operazione sull'emittente AIM Italia.

¹⁰⁶ Secondo le disposizioni della Scheda Sette, l'emittente AIM deve comunicare: (a) la data dei movimenti in acquisto o in vendita di azioni proprie; (b) il numero di azioni proprie di ciascuna categoria acquistate o cedute; (c) il numero totale di azioni proprie di ciascuna categoria detenute dall'emittente AIM Italia a seguito di tali movimenti; (d) il numero di azioni di ciascuna categoria che l'emittente AIM Italia ha emesso meno il numero totale di azioni proprie di ciascuna categoria detenute dall'emittente AIM Italia a seguito di tali movimenti.

La nuova procedura rende il processo di *Reverse Takeover* più snello, in linea con gli obiettivi che si prefissa, in quanto elimina la previsione secondo cui la società risultante dall'operazione avrebbe dovuto presentare domanda di ammissione, come un emittente che avrebbe dovuto richiedere l'ammissione per la prima volta, lasciando però intatte le disposizioni in materia di pubblicazione del documento informativo. L'iniziativa di Borsa Italiana è posta allo scopo di allineare maggiormente il Regolamento AIM alla disciplina del mercato principale.

***Reverse Takeover* sul mercato MTA.**

Il processo di *Reverse IPO* sul mercato principale è disciplinato dal TUF, oltre che dai Regolamenti Consob, e presenta un *framework* regolatorio decisamente più solenne. Le disposizioni si applicano esclusivamente alle società quotate sul mercato principale, comprese quelle sul segmento STAR, ad eccezione di quelle quotate sul segmento professionale del mercato MIV.

L'ambito di applicazione previsto dall'articolo 2.10.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana riguarda sia le operazioni di *Reverse Merger* sia i casi di aumento di capitale mediante conferimento in natura¹⁰⁷ di attività di valore significativamente superiore all'attivo patrimoniale dell'emittente come calcolato ai sensi dell'articolo 117 bis TUF¹⁰⁸ e del relativo Regolamento Consob previsto dall'articolo 117 bis comma 2. Il regolamento disciplina anche la materia in tema di obblighi informativi previsti per la società protagonista della fusione inversa. Dunque, in caso di operazioni di *Reverse Merger*, l'emittente dovrà inviare tempestivamente al mercato, secondo le modalità di cui all'articolo 2.7.1, comma 1, un comunicato nel quale attesta il rispetto, da parte della società incorporante quale risultante a seguito della fusione, del requisito in tema di Sistema di controllo di gestione di cui all'articolo 2.2.1, comma 6, del Regolamento, nonché il rilascio a Borsa Italiana, da parte dello *sponsor*, delle dichiarazioni di cui all'articolo 2.10.2. Tali disposizioni si applicano anche in caso di aumento di

¹⁰⁷ Un aumento di capitale mediante conferimento in natura prevede l'obbligo della relazione di stima indipendente.

¹⁰⁸ Tale articolo impone la redazione del prospetto di quotazione ad un emittente quotato (incorporante) in occasione di una operazione di fusione per incorporazione di società non quotata (incorporata) quando l'entità degli attivi della società incorporata non quotata, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, sia significativamente superiore alle attività della società incorporante quotata.

capitale mediante conferimento in natura di attività di valore significativamente superiore all'attivo patrimoniale dell'emittente. Ulteriore obbligo dell'emittente riguarda la comunicazione, almeno 10 giorni prima delle contrattazioni, della data prevista per l'efficacia del processo di *Reverse Merger* e/o, in caso di aumento di capitale mediante conferimento in natura, la data prevista per l'emissione delle nuove azioni.

Di estrema importanza è il ruolo dello *Sponsor*, così come il *Nomad* nel mercato AIM, in tema di informativa e attestazioni indipendenti da presentare al pubblico (ad esempio in merito alla formazione di un consiglio di amministrazione e consiglio di sorveglianza adatto, all'adozione di un Sistema di Controllo di Gestione, alla bontà del piano industriale, all'attestazione del Prospetto Informativo, ecc.). In caso di mancata comunicazione da parte dello *sponsor*, l'operazione di *Reverse Merger* può essere considerata invalida.

È chiaro, dall'analisi delle due fattispecie, che nel caso di *Reverse Takeover* sul mercato principale gli obblighi informativi sono molto simili a quelli incontrati nel classico procedimento di IPO. Ciò a dimostrazione del fatto che l'operazione di *Reverse Takeover*, soprattutto sul mercato principale, non è di così semplice realizzazione e, pertanto, non è oggetto esclusivo di aziende meno performanti rispetto quelle che accedono in Borsa mediante la procedura tradizionale, come affermato da alcuni autori¹⁰⁹.

2.3.2 Excursus sui casi di esenzione dall'obbligo dell'Opa: la clausola whitewash

Un aspetto importante, diffuso soprattutto nelle operazioni di *Reverse IPO* sull'MTA, è l'esenzione dagli obblighi di offerta pubblica di acquisto. Si è visto, trattando la disciplina in merito alle offerte pubbliche di acquisto, che vi sono diversi casi in cui il soggetto offerente è obbligato ad effettuare un'offerta successiva totalitaria che permetta agli azionisti di minoranza di cedere il proprio pacchetto azionario.

Tale evento comporterebbe il *delisting* della società e, dunque, il venire meno dell'obiettivo principale dell'operazione, ovvero la quotazione in Borsa.

¹⁰⁹ Si veda, ad esempio, Adjei, F., Cyree, K. B. and Walker, M. M., "The determinants and survival of *Reverse Mergers vs IPOs*", *Journal of Economics and Finance* Vol.32, 2008, pp.176-194 e Sjostrom Jr, W. K., "The truth about *Reverse Mergers*", *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2007.

Esistono diversi casi di esenzioni dall'obbligo di Opa successiva, previsti dall'articolo 106, comma 5 del Tuf. Nell'interesse di questo elaborato, è utile concentrarsi su una delle tipologie di esenzione, ovvero l'esenzione in caso di operazione diretta al salvataggio di imprese in crisi. L'esenzione menzionata è stata oggetto di una profonda revisione ad opera della Consob, in particolare con la delibera n. 17731/2011, tant'è che l'attuale formulazione dell'art. 49, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti distingue tre diverse categorie di operazioni volte al salvataggio delle società in crisi¹¹⁰:

- La prima categoria di esenzione è rappresentata dalle operazioni ad esito delle quali il cambiamento del controllo si realizza attraverso una ricapitalizzazione, ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale della società. In tale caso, lo stato di crisi deve essere attestato dall'ammissione a una procedura concorsuale disciplinata dalla legge fallimentare o da altre leggi speciali o dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'articolo 182-bis della legge fallimentare, o ancora da un'autorità di vigilanza prudenziale che richieda un siffatto intervento per evitare il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa.
- La seconda categoria di esenzione è, invece, costituita dalle fattispecie in cui l'operazione sul capitale (e la conseguente modifica della struttura proprietaria) viene realizzata mediante un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione per consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, ove ciò avvenga in esecuzione di un piano reso noto al mercato, la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), della legge fallimentare, sempre che il soggetto che all'esito dell'operazione superi le soglie rilevanti a fini OPA non abbia effettuato acquisti negli ultimi dodici mesi.
- La terza categoria di esenzione fa riferimento a situazioni residuali introducendo una previsione che consente l'esenzione dall'obbligo di promuovere l'OPA ove il superamento della soglia rilevante avvenga in una situazione di crisi non riconducibile a una delle situazioni sopra descritte e l'operazione venga approvata

¹¹⁰ Consob, “*Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria*”, Allegato n. 7 al documento di consultazione del 6 ottobre 2010 Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio, pp. 6-7.

attraverso il cosiddetto meccanismo del *whitewash*. Infatti in presenza di crisi industriali più che finanziarie, potrebbe non essere presente, nell'ambito del piano di salvataggio, un piano di ristrutturazione del debito o una richiesta formale dell'autorità di vigilanza.

Con l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 3, del Regolamento Emittenti, la Consob ha quindi inteso accogliere una nozione molto ampia di *status* di crisi, riconoscendo l'esenzione anche per quelle IPOtesi in cui la crisi sia oggetto di una valutazione della società stessa o comunque di un revisore legale dei conti (mediante un giudizio negativo di continuità aziendale), non sottoposta ad alcun controllo di un'autorità. L'esenzione in esame è contraddistinta dall'assenza di caratteristiche oggettive dell'operazione di salvataggio, che potrebbe persino realizzarsi attraverso una semplice cessione della partecipazione superiore al 30% rilevante ai fini OPA e senza nemmeno assunzione in via esclusiva da parte del nuovo controllante dell'impegno a immettere nuove risorse che potrebbero essere, invece, raccolte dal mercato in forme che non alterano la struttura proprietaria.

Resta ovviamente inteso che per poter beneficiare dell'esenzione, avvalendosi della clausola di *whitewash*, l'operazione di salvataggio della società in crisi deve necessariamente essere oggetto di approvazione da parte dei soci. In particolare, la delibera deve essere approvata senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal soggetto che acquisisce il controllo, ovvero dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purché superiore al 10%.

In conclusione come osservato dalla Consob, in tal modo, si attribuisce ai soggetti che rinunciano all'*exit* assicurato dall'OPA obbligatoria la facoltà di valutare in merito alla convenienza di tale rinuncia rispetto all'IPOtesi di salvataggio della società partecipata. In altri termini, la procedura del *whitewash* concentra nelle mani degli azionisti di minoranza il bilanciamento del *trade-off*, ossia *whitewash* e diritto di *exit* attraverso l'OPA obbligatoria. Ciò rappresenta l'esempio più coerente del bilanciamento dei due obiettivi analizzati nel paragrafo sulla disciplina in materia di Opa, garantendo sia la tutela delle minoranze sia la possibilità di acquisizione del controllo, in maniera non eccessivamente onerosa, da parte del soggetto offerente.

3.IPO E REVERSE IPO: UN'ANALISI COMPARATA

2.2 Differenze nella strutturazione delle diverse operazioni– 3.2 Attori coinvolti – 3.2.1 Promotori e intermediari– 3.2.2 Investitori – 3.2.3 La società– 3.3 Analisi comparata dei vantaggi: la prospettiva dell'imprenditore

Dopo aver illustrato ed approfondito, nei primi due capitoli di questo elaborato, le principali caratteristiche dei due strumenti presi in esame, IPO tradizionale e *Reverse IPO*, in questa sezione si cercherà di delinearne le principali differenze. Tale analisi risulta interessante alla luce delle numerose diversità che intercorrono tra le due fattispecie in esame, nonostante l'*output* finale conseguito sia lo stesso, ovvero l'acquisizione dello *status* di società quotata in Borsa. In prima battuta si indagheranno le differenze in termini di struttura delle due operazioni, per poi verificare come mutano i ruoli e le caratteristiche sia degli attori coinvolti sia della *target company*. In ultimo, si esamineranno i vari fattori che influenzano i rendimenti delle due tipologie di quotazione in Borsa, dal punto di vista di tutti i soggetti interessati. Sulla base dei concetti teorizzati nel corso del Capitolo 2, verranno anche sintetizzate le principali discordanze tra i vari strumenti di *Reverse IPO*, dunque tra l'investimento in *cash shell*, che come si è visto corrisponde allo strumento della SPAC, e quello in *natural shell* (o *development shell*), che corrisponde al *Reverse Takeover* di società quotate con una storia operativa pregressa.

In conclusione l'obiettivo di tale capitolo è valutare se gli strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali possano essere considerati delle valide opzioni di creazione del valore rispetto l'IPO tradizionale, come affermato da alcuni autori¹¹¹, oppure esclusivamente degli espedienti escogitati da società con *performance* non eccezionali¹¹² o

¹¹¹ Si citano a titolo di esempio: Makamson, E. L., "The Reverse Takeover: implications for strategy", *Academy of Strategic Management Journal*, 2010, pp.111-126; Boyer, C., Baignet, G., "SPACs as Alternative Investments: An examination of Performance and Factors that drives price", *The Journal of Private Equity*, 2008; Feldman, D.N., "Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)", Bloomberg Press New York, 2009; Carlotti, M., "Postfazione" in Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014.

¹¹² Si veda, ad esempio, Adjei, F., Cyree, K. B. and Walker, M. M., "The determinants and survival of Reverse Mergers vs IPOs", *Journal of Economics and Finance* Vol.32, 2008, pp.176–194; Sjostrom Jr, W. K., "The truth about Reverse Mergers", *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2007; Datar *et al.*, "Going public through

addirittura, nel caso specifico del *Reverse Takeover*, dei meccanismi ai limiti del fraudolento.

3.1 Differenze nella strutturazione delle diverse operazioni

In questo primo paragrafo si analizzeranno le principali differenze tra la SPAC e le operazioni di *Reverse Takeover* (o *Reverse Merger* o *Reverse IPO*), per poi analizzare quelle intercorrenti tra l'IPO tradizionale e i due meccanismi di *Reverse Merger* presi in esame.

È opportuno comunque ricordare che gli obiettivi e le caratteristiche comuni delle diverse operazioni sono:

- L'accesso al mercato borsistico.
- L'iniziativa è promossa dalle società allo scopo di reperire la liquidità di cui necessita per effettuare investimenti coerenti con il proprio piano di sviluppo, oltre che realizzare nel tempo ulteriori nuove emissioni azionarie, ad esempio attraverso un aumento di capitale.
- Diversificazione dei canali di finanziamento.
- Rafforzamento della *brand image*.
- Maggiore attenzione alle problematiche inerenti la *corporate governance* e la trasparenza dei propri piani finanziari, economici e strategici, con un contestuale miglioramento del costo del capitale e del valore d'azienda¹¹³.
- Minore possibilità, nei casi in cui venga quotata solo una partecipazione di minoranza, di estrarre i benefici privati del controllo.

All'opposto, considerando le differenze in termini di strutturazione dell'operazione, è opportuno richiamare alcuni concetti citati nel corso del Capitolo 2.

the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs", Banking and Finance Review North America, Giugno 2012.

¹¹³ Botosan, C. A., Plumlee, M. A., "A re-aexamination of disclosure level and the expected cost of equity capital". Journal of accounting research, 2002 , pp. 21-40.

Un'operazione di quotazione in Borsa attraverso un'*Initial Public Offering* consiste nell'offerta, per la prima volta da parte della società quotanda, di azioni al pubblico indistinto. Dunque, sollecitando il pubblico risparmio, la società dovrà sottostare ad uno stringente insieme di obblighi informativi, esaminati nel Capitolo 1

Nel caso di *Reverse IPO*, la procedura è totalmente diversa sia rispetto l'IPO tradizionale, sia rispetto le due eventuali fattispecie, cioè *Reverse Takeover* e SPAC. Infatti, in caso di quotazione in Borsa attraverso la SPAC, la società non effettua alcuna offerta né al pubblico indistinto né a qualsivoglia operatore. Potrà farlo in un momento successivo, attraverso l'aumento di capitale, ma inizialmente la società oggetto dell'operazione incassa la liquidità esclusivamente tramite la vendita di una partecipazione, di maggioranza o più delle volte di minoranza, alla SPAC. L'informativa alla quale la società deve sottostare è molto limitata, poiché l'investimento è garantito dai promotori del veicolo di investimento, i quali diffondono le informazioni sulla *target* risultanti dal processo di *due diligence*. È la SPAC, semmai, ad organizzare una prima offerta pubblica di azioni, andando anche a sopportare la totalità dei costi relativi, come i costi del *roadshow*, delle fasi di *pre marketing*, costi in termini di *fee* ai consulenti e alle banche, ecc. Per la SPAC, a sua volta, "la vera IPO"¹¹⁴ si materializza al momento dell'approvazione della *business combination*, perché è in quell'occasione che l'investitore decide se diventare azionista della società *target* o recedere dall'investimento. In questa fase, inoltre, vi è il punto di contatto principale tra quotazione sul mercato tramite SPAC e *Reverse Merger*. Infatti, come si è visto approfonditamente nel Capitolo 2, ai fini del Regolamento Emittenti AIM e MTA, il processo di *Reverse Merger* è trattato come se si sviluppasse una nuova IPO in termini di pubblicazione delle informazioni riguardanti la nuova emittente risultante dalla fusione. Il momento della *business combination* altro non è che un processo di *Reverse Merger* tra la *cash shell* quotata, cioè la SPAC, e la società operativa non quotata, la *target company*. Dunque sarà essenziale, ai fini della quotazione, divulgare un *set* di informazioni che comprenda il prospetto informativo, il piano industriale, i bilanci pro-forma, l'assetto di *corporate governance*, ecc.

¹¹⁴ Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, p.16.

Viceversa in caso di quotazione attraverso *Reverse IPO*, la strutturazione dell'operazione, o quantomeno l'insieme delle caratteristiche, è più simile all'IPO tradizionale rispetto la quotazione attraverso SPAC. La sostanziale differenza tra SPAC e *Reverse Takeover* è che i ruoli assunti dalla società quotata e da quella non quotata sono effettivamente invertiti. Infatti, nel primo caso è la società quotata, appunto la *Special Purpose Acquisition Company*, a ricercare la società *target* da acquisire e quotare tramite *Reverse Merger* in Borsa. All'opposto, nel secondo caso, è la *private company* a ricercare una sorta di *target shell* quotata per guadagnare lo *status* di *public company*. Ciò rende abbastanza chiaro il fatto che quando si è dinanzi ad una quotazione mediante SPAC, la *private company* reperisce la liquidità cedendo la partecipazione alla SPAC stessa, mentre in caso di *Reverse Takeover*, essendo la non quotata l'acquirente della *public company*, l'operazione non apporta capitali freschi alla società¹¹⁵, se non attraverso una delibera successiva di un aumento di capitale a pagamento¹¹⁶.

Parte della letteratura¹¹⁷, afferma che le SPAC sono strumenti preferibili rispetto le operazioni di *Reverse Takeover*, poiché beneficiano dei vantaggi derivanti dalla procedura di *Reverse Merger* e, allo stesso tempo, ne evitano gli svantaggi principali. Di seguito una sintesi dei vantaggi della SPAC rispetto il *Reverse Takeover*:

- Un'operazione di *Reverse Takeover* mostra dei benefici inferiori in termini di cassa. Come già detto, la SPAC apporta ingenti risorse finanziarie, reperite attraverso l'IPO, alla società *target*, mentre il *Reverse Takeover*, essendo un'operazione di *M&A* pura non procura cassa ulteriore almeno fino all'aumento di capitale.
- Solitamente il *Reverse Takeover* gode di *bad reputation*. Tale aspetto è riconducibile al fatto che, come detto più volte, la *target natural shell* presenta una situazione di crisi causata dagli alti livelli di *leverage* ed è spesso inclusa

¹¹⁵ Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins, R. A., "Backing into being public: an exploratory analysis of Reverse Takeovers", *Journal of Corporate Finance*, 2005, p.56.

¹¹⁶ Nella prassi tale opzione è molto diffusa. Infatti è solito effettuare un aumento di capitale a pagamento poco dopo aver effettivamente concluso il progetto di fusione.

¹¹⁷ Si veda ad esempio: Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins, R. A., "Backing into being public: an exploratory analysis of Reverse Takeovers", *Journal of Corporate Finance*, 2005, pp. 54-79; Sjostrom Jr, W. K., "The truth about Reverse Mergers", *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2007; Jog, V. M., Sun, C., "Blank check IPOs: a home run for management", *Eric Sprott School of Business Carleton University*, 2007;

nelle *black list*¹¹⁸ della Consob. La SPAC, invece, beneficia di una reputazione tanto più elevata quanto più sono prestigiosi i promotori. Tale aspetto comporta l'esecuzione di una *due diligence* della *target natural shell* ancor più accorta nel caso del *Reverse Takeover*.

- Situazione post operazione più complessa rispetto la quotazione tramite SPAC. Infatti le quotazioni attraverso *Reverse Takeover* godono di una minore liquidità poiché il titolo della *natural shell* acquisita, essendo caratterizzato da una situazione *distressed*, sarà negoziato in misura minore rispetto il titolo della SPAC. Quest'ultima presenta anche il vantaggio di affiancare i promotori all'imprenditore della società *target*, a differenza del *Reverse Takeover*, dove solitamente il vecchio management viene depurato dai nuovi azionisti di controllo. Tale differenza è dovuta al fatto che lo strumento della SPAC è molto simile al meccanismo del *private equity*¹¹⁹.

Altri autori¹²⁰ evidenziano alcune peculiarità e criticità delle SPAC, da cui si possono ipotizzare i principali punti di forza del *Reverse Takeover* rispetto ad esse. In sintesi:

- Il *Reverse Takeover* sembrerebbe garantire costi inferiori all'imprenditore, soprattutto in termini di minore diluizione della partecipazione. La SPAC comporta sia delle quote partecipative attribuite ai promotori sia i *warrant* gratuiti assegnati agli investitori¹²¹, rischiando di rendere lo strumento eccessivamente oneroso per l'imprenditore della *target*. Nelle operazioni di *Reverse Takeover*, contrariamente, l'imprenditore della società *target* non

¹¹⁸ La *black list* pubblicata da Consob è formata da tutte quelle società quotate che, ai sensi dell'art. 114 del d.lgs. 58/1998, sono soggette all'obbligo di diffusione di informazioni periodiche a cadenza mensile, a causa di un particolare periodo di tensione finanziaria.

¹¹⁹ *Private Equity* e SPAC presentano una struttura e degli scopi molto simili. Infatti in entrambi i casi: 1) l'iniziativa è promossa da soggetti che godono di notevole reputazione e che possiedono un *track record* rilevante nel settore di destinazione dell'operazione; 2) tali soggetti sono tenuti a co-investire nel progetto e, spesso, la loro remunerazione è legata alla *performance* della società oggetto dell'investimento; 3) al momento della costituzione del fondo o della SPAC non viene individuata nessuna *target* specifica.

¹²⁰ Si veda ad esempio: Arlotta, C., Bertolotti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, pp. 172-173; Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014.

¹²¹ Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, pp.118-119.

quotata si vedrà garantita una partecipazione di controllo nella società risultante dalla fusione con la *natural shell*.

- Un'operazione di *Reverse Takeover* può garantire la quotazione diretta sul mercato principale regolamentato, tramite il *Reverse Merger* e l'aumento di capitale mediante conferimento in natura della società target. Come affermato da Simone Stocchi, uno dei fondatori di Made in Italy ¹²², nel caso delle SPAC l'accesso al mercato principale MTA è precluso dall'esecuzione di una triplice quotazione che consiste nel *listing* del veicolo di investimento, nel *Reverse Merger* con la *target* ed il successivo passaggio al mercato MTA. Tale passaggio deriva dalla scarsa attrattività del mercato AIM, ancora poco liquido e di scarsa visibilità che rende, sotto questo punto di vista, l'operazione di quotazione tramite SPAC relativamente meno allettante.
- In ultimo, il grado di certezza di concludere un'operazione di *Reverse Takeover*, rispetto quella di finalizzare una quotazione mediante SPAC, sembrerebbe maggiore. In entrambi i casi vi è una certezza ragionevole sia in termini di probabilità di chiudere l'operazione sia in termini di costo della stessa, in quanto vi è una negoziazione tra le parti antecedente alla quotazione, ma nel caso della SPAC tale certezza è relativamente minore in quanto assoggettata dalla previsione del diritto di recesso da parte dei soci dissenzienti. Tale aspetto comporta: 1) un livello di incertezza ragguardevole in merito alla conclusione della quotazione, in quanto la proposta di *business combination* avanzata dai promotori potrebbe essere rigettata in assemblea; 2) un ammontare di liquidità reperito dalla *target* inferiore del previsto, nel caso in cui uno o più soci esercitino il diritto di recesso, uscendo dall'investimento e recuperando la quota precedentemente impegnata; 3) stante l'elevato livello di *disclosure* informativa della *target* in seguito all'annuncio della *business combination*, l'eventuale rigetto del progetto da parte dei soci in assemblea, determinerebbe un danno reputazionale pari a quello che si avrebbe nel caso di fallimento dell'IPO tradizionale. Tutto ciò non avviene in caso di *Reverse Takeover*, poiché "l'ago della bilancia" è rappresentato dalla società non quotata acquirente. Trattandosi di una negoziazione privata, le informazioni saranno rese pubbliche, tramite

¹²² Arlotta, C. *et al. op. cit.*

comunicato ufficiale, solo in caso di accordo raggiunto tra la società non quotata e la *natural shell* quotata.

3.2 Attori coinvolti

Dopo aver esaminato le principali differenze che intercorrono nella strutturazione delle varie IPOtesi di quotazione, è utile soffermarsi sulla comparazione fra gli attori coinvolti nei diversi progetti di accesso al mercato borsistico. Anche nell'analisi degli attori coinvolti si riscontrano delle disparità tra SPAC e *Reverse Takeover*. Nel primo caso vi saranno, come visto nel Capitolo 2, tre protagonisti: 1) gli investitori che apportano le somme di denaro nel fondo *trust*; 2) i promotori che gestiscono il veicolo di investimento e portano a termine la *business combination*; 3) la società *target*. Altri attori complementari sono gli investitori istituzionali che sottoscrivono l'investimento della SPAC all'inizio del progetto, il *Nomad* che valuta la bontà della quotazione e che ne supporta la liquidità post quotazione ed i vari consulenti che entrano nel merito della *business combination* una volta identificata la *target*. Nel secondo caso, i soggetti che prendono parte all'operazione di *Reverse Takeover* sono essenzialmente due: 1) la *public natural shell* oggetto dell'acquisizione; 2) la *private company* che ha l'obiettivo di ottenere lo *status* di quotata acquisendo la *shell company*. Attore complementare, come nel caso della SPAC, è la banca d'affari che agisce stavolta in qualità di *Sponsor* e che dovrà presentare al pubblico l'informativa necessaria per il completamento del progetto di *Reverse Merger*. In seguito al perfezionamento del *Reverse Merger*, in caso di aumento di capitale a pagamento della società risultante dalla fusione, entreranno in gioco anche gli investitori istituzionali e non, oltre che i vari attori presenti nel processo di IPO tradizionale (collocatori, revisori contabili, legali, consulenti industriali e finanziari, ecc.).

Pertanto, la sostanziale differenza in termini di attori coinvolti che intercorre tra i due strumenti è fondamentalmente che nel caso delle SPAC vi sono dei soggetti che investono nel *trust*, supportando l'attività della SPAC promossa dalla *management company*, mentre nel caso delle operazioni di *Reverse Takeover* tali soggetti non sono formalmente presenti in quanto la cassa utilizzata per acquisire la *natural shell* è apportata dai vertici della

società non quotata¹²³. Questa distinzione deriva dalla differente natura dei due strumenti presi in esame. Infatti, la SPAC presenta delle caratteristiche molto simili, come già detto, all'investimento del fondo di *Private Equity*, in cui vi è una *management company* formata da soggetti con un prestigioso *track record*, mentre nel caso del *Reverse Takeover* si è dinanzi ad uno strumento a metà tra l'operazione di *M&A* e la quotazione.

Altra dissomiglianza, analizzata nel capitolo precedente, consiste nella differente natura della società quotata che prende parte al *Reverse Merger*. Nel caso della SPAC, la società quotata è la SPAC stessa ed è intesa come una *cash shell* (o *virgin shell*), ossia una società non operativa che include esclusivamente cassa da investire nell'acquisizione della società non quotata, oggetto della *business combination*. All'opposto, come si è ripetuto più volte, nel caso del *Reverse Takeover* la società quotata è una *natural shell* (o *development shell*), ovvero una società con una storia operativa pregressa ma con una situazione attuale di tensione finanziaria, caratterizzata in alcuni casi anche da applicazioni della legge fallimentare o inclusione nelle *black list* della Consob.

Pertanto la differenza è significativa ed è proprio alla base dei diversi obiettivi ottenibili con i due strumenti. Alcuni autori¹²⁴ identificano delle peculiarità che caratterizzano l'operazione di *Reverse Takeover*. Makamson (2010) fa riferimento al fatto che, trattandosi di un'operazione di *M&A* pura, l'acquirente potrebbe avvantaggiarsi, almeno teoricamente, delle sinergie¹²⁵ derivanti dalla fusione con la *natural shell*. In realtà poiché le società *target* quotate sono spesso di piccola dimensione e ridotta capitalizzazione, oltre che caratterizzate da una situazione *distressed* sia a livello finanziario sia operativo, tali sinergie risulterebbero nulle, equiparandone il valore a quello perseguibile mediante la fusione con la SPAC.

¹²³ Infatti solitamente l'azionista di controllo della società non quotata acquisisce, per il tramite di un'*investment company* o anche privatamente, il pacchetto di controllo della *natural shell*, conseguendo la maggioranza in assemblea e deliberando a favore dell'aumento di capitale mediante conferimento in natura.

¹²⁴ Makamson, E. L., "The Reverse Takeover: implications for strategy", *Academy of Strategic Management Journal*, 2010, pp.111-126

¹²⁵ Come affermato da Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H., "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of financial Economics*, 1988, pp. 3-40, le sinergie conseguite mediante le attività di fusione e acquisizione consistono in un mutamento delle condizioni economiche dell'impresa acquirente, che portano un miglioramento del *management* in termini di maggiore efficienza, lo sfruttamento delle economie di scala e di gamma disinvestendo gli *asset* ritenuti in eccesso e che non generano valore e sfruttando quelli complementari, ecc.

3.2.1 Promotori e intermediari

Dopo aver osservato le differenze che intercorrono tra la struttura e gli attori coinvolti in una SPAC e un'operazione di *Reverse Takeover*, si andranno ad analizzare le principali disuguaglianze tra l'IPO tradizionale e i due strumenti alternativi di accesso in Borsa. In questo paragrafo si esamineranno le diverse peculiarità dei promotori e degli intermediari coinvolti nella strutturazione dei progetti di quotazione presi in esame, analizzando in prima battuta il caso degli intermediari finanziari.

Giova ricordare¹²⁶ che una delle condizioni necessarie per il successo di un *Initial Public Offering* tradizionale è quella di individuare un valido intermediario finanziario, definito *sponsor* o *underwriter*, in grado di collocare tra il pubblico le azioni della nuova società emittente. Inoltre maggiore è la reputazione e prestigio del collocatore, migliore sarà la qualità dell'emittente percepita dal mercato. La funzione dello *sponsor* nasce con l'obiettivo di risolvere il problema di asimmetria informativa tra la società emittente e gli investitori. L'intermediario, mediante la *due diligence* della società e la predisposizione della documentazione prevista per adempiere gli obblighi informativi, assume il ruolo di garante dell'emissione. Come analizzato brevemente nel Capitolo 1, esistono relazioni continuative tra lo *sponsor* e la platea di investitori non necessariamente correlate all'IPO della società emittente, ma spesso derivanti da rapporti di *brokerage* sul mercato secondario¹²⁷. Pertanto la banca *sponsor* tenderà ad evitare comportamenti opportunistici che danneggino gli investitori e avrà tutto l'interesse di mostrare le *performance* reali della società emittente, a differenza di quest'ultima che potrebbe adottare una strategia opportunistica, gonfiando i reali valori delle proprie attività. Sulla base dei dati ottenuti dalla banca *sponsor*, inizia l'attività di negoziazione con gli investitori allo scopo di formare il prezzo di emissione, secondo le modalità osservate nel Capitolo 1.

Tale attività costituisce una delle differenze principali sia con la quotazione mediante SPAC che quella attraverso *Reverse Takeover*. Nel caso della SPAC, come si è visto, il prezzo dell'operazione è negoziato privatamente tra la società emittente e i promotori,

¹²⁶ Per le caratteristiche di un'operazione di *Initial Public Offering* si rimanda al Capitolo 1.

¹²⁷ Il mercato secondario è una sezione del mercato finanziario in cui si vendono e scambiano titoli già in circolazione, differentemente dal mercato primario dove vengono negoziati esclusivamente titoli di nuova emissione.

mentre nel *Reverse Takeover* il valore dell'emissione sarà pari a quello del conferimento in natura determinato in accordo con la *natural shell*. L'intermediario finanziario è dunque relativamente meno coinvolto rispetto l'IPO tradizionale, essendo presente unicamente in qualità di *Nomad* nella quotazione tramite SPAC e *Sponsor* nel *Reverse Takeover*, e non nella definizione della forchetta di prezzo¹²⁸. Nel primo caso, in realtà, la reputazione della banca *underwriter* è coinvolta durante il *fund raising* della SPAC e garantisce, in concerto con la prestigiosità dei promotori, la qualità dell'emissione¹²⁹. Invece nel caso del *Reverse Takeover*, la banca d'affari *Sponsor* assume un ruolo relativamente più coinvolto, in quanto dovrà garantire, nei casi previsti di *Reverse Merger* e aumento di capitale mediante conferimento in natura analizzati nel precedente capitolo, la qualità dell'acquirente, attraverso una dettagliata *due diligence*, una relazione di stima del valore dell'impresa da attribuire al conferimento in natura e la redazione di un Prospetto Informativo simile a quello previsto nell'IPO tradizionale¹³⁰. Pertanto, si può certamente affermare che l'operazione di *Reverse Takeover*, dal punto di vista del ruolo degli intermediari finanziari, presenta maggiori similitudini con l'IPO tradizionale. Tale aspetto è probabilmente dovuto al fatto che, trattandosi di un'acquisizione di una partecipazione di controllo in una società quotata, vi sarà il problema della tutela delle minoranze. Questa fattispecie presenta due conseguenze:

- Trattandosi di una negoziazione privata tra il soggetto acquirente e l'azionista che detiene il pacchetto di controllo nella *natural shell* quotata, la convenienza economica dell'offerta sarebbe decisa dall'azionista di maggioranza in maniera poco trasparente e soggettiva, a detrimento delle minoranze che costituiscono il flottante della società e che, in piena facoltà, potrebbero volersi distaccare dalla società in seguito al cambio di controllo.
- Allo stesso tempo, se l'operazione fosse troppo lunga e gli obblighi informativi troppo stringenti, verrebbe meno la motivazione per la quale si attua un'operazione di *Reverse Takeover*, ovvero una maggiore rapidità di esecuzione e minori costi di *disclosure*.

¹²⁸ La banca d'affari pubblicherà esclusivamente una *equity research* sull'operazione in seguito alla *business combination*.

¹²⁹ Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa", Egea, 2014, pp. 118-119.

¹³⁰ Oltre che, chiaramente, sottoscrivere eventuali aumenti di capitale a pagamento della nuova società risultante dalla fusione.

In risposta a tali conflitti di interesse, è previsto sia un ruolo maggiormente coinvolto della banca di investimento, allo scopo di garantire una corretta e trasparente esecuzione dell'operazione, sia la possibilità di un'Offerta Pubblica d'Acquisto totalitaria, limitatamente ai casi di esenzione analizzati nel Capitolo 2. Allo stesso tempo l'acquirente non dovrà essere eccessivamente scoraggiato dal concludere l'operazione, allo scopo di garantire un corretto funzionamento del *market for corporate control*. Per questo motivo gli obblighi informativi sono decisamente meno stringenti rispetto l'IPO classica, rendendo l'operazione relativamente meno costosa e più rapida.

In conclusione, è abbastanza chiaro che in entrambi i casi di *Reverse IPO* il progetto di quotazione in Borsa non è suscettibile a cambiamenti improvvisi di prezzo causati dall'*underwriter*, essendo quest'ultimo assente in ambedue le operazioni¹³¹. Questo aspetto mette in luce il sostanziale vantaggio delle quotazioni mediante *Reverse Merger* rispetto l'IPO tradizionale, ossia la certezza dell'operazione sia in termini di ammontare della sottoscrizione che di reale concretizzazione della quotazione. Infatti, un limite dell'IPO tradizionale è certamente quello dell'incertezza in merito al successo dell'operazione, in quanto l'*underwriter* può sia abbassare notevolmente ed improvvisamente il prezzo d'emissione precedentemente determinato attraverso il *bookbuilding*, comportando una significativa diluizione della partecipazione degli imprenditori preesistenti¹³², sia annullare il progetto di quotazione, a causa dello scarso interesse mostrato dal mercato. In quest'ultimo caso, la società oggetto dell'IPO dovrà anche accollarsi dei *sunk cost* come quelli assunti per la *due diligence* e il *roadshow*, oltre il danno reputazionale derivante dal fallimento dell'operazione e dalla diffusione pubblica di informazioni sensibili.

Per quanto concerne il ruolo assunto dai protagonisti delle SPAC, ovvero i promotori, le differenze con l'IPO tradizionale sono ancor più marcate. In tal caso, come già accennato, i promotori si sostituiscono alla banca collocatrice, garantendo al mercato la bontà della *business combination*. Nell'IPO tradizionale, le regole di ingaggio della banca *sponsor*, come visto nel Capitolo 1, sono correlate al suo *placing power* e, dunque, alla reputazione che gli riconosce il mercato. Alla luce di ciò, la natura dei promotori presenta delle

¹³² Feldman, D.N., "*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*", Bloomberg Press New York, 2009

similitudini con la banca d'investimento, poiché anche nelle SPAC, tanto maggiore è la prestigiosità ed il capitale relazionale dei promotori della *management company*, tanto sarà superiore il capitale raccolto in sede di IPO da vincolare nel fondo *trust* e la probabilità di concludere la *business combination* con la *target company*. In tal senso alcuni autori, tra cui Fumagalli (2014)¹³³, si sono domandati se fosse possibile per i promotori agire personalmente nel *fund raising* durante l'IPO. Le problematiche sono essenzialmente due:

- La banca di investimento, oltre che garantire maggiore serenità ai potenziali investitori in termini di correttezza e trasparenza dell'operazione, assicura anche una determinata liquidità del titolo sul mercato secondario nel periodo successivo all'IPO, che chiaramente verrebbe meno se fossero i promotori a collocare l'emissione.
- Sotto il profilo normativo, come si è visto più volte, vi sono numerosi obblighi informativi, ai quali la società emittente deve sottostare, legati al fatto che l'operazione prevede una sollecitazione del pubblico risparmio. Nel caso del mercato MTA, il Regolamento Emittenti della Consob indica formalmente che lo *sponsor* debba essere necessariamente una banca di investimento o un'impresa di investimento, rendendo impossibile per i promotori della SPAC agire in qualità di collocatori. Quando vi sono esclusivamente investitori professionali i vincoli legati agli obblighi informativi, almeno sul piano teorico, potrebbero venire meno. Nel caso di quotazione tramite SPAC, gli investitori retail non sono ammessi. L'investimento è trattato esclusivamente da investitori professionali, e si può affermare che questi godano di un bisogno minore in termini di tutela rispetto i risparmiatori, in quanto beneficiano di ampie competenze ed informazioni per la valutazione dell'investimento. Il problema è che le disposizioni previste dal Regolamento Emittenti del mercato AIM, seppur non indichino specificatamente che il *Nomad* presenti lo status di banca o impresa di investimento, richiedono che, ai fini del successo della quotazione, le azioni vengano sottoscritte a almeno 5 investitori professionali o da 12 investitori di cui almeno 2 professionali.

¹³³ Per una più ampia trattazione *cfr.* Fumagalli, M., "Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in *Borsa*", Egea, 2014, pp. 119-123.

Sembra chiaro, come sostenuto anche dall'autore, che il limite principale alla possibilità di raccolta di capitale da parte dei promotori, sia soprattutto quello ascrivibile al funzionamento del mercato finanziario e, dunque, alla garanzia di una certa liquidità post IPO, piuttosto che alle regole generali di funzionamento del mercato.

3.2.2 Investitori

Il ruolo degli investitori, sia se si tratta di un'IPO tradizionale sia di strumenti alternativi di quotazione, cambia relativamente poco, poiché la mansione principale rimane ancora la stessa, ossia quella di apportare liquidità alla società emittente. Nonostante ciò, i profili di rendimento e di rischio potrebbero cambiare.

Innanzitutto occorre individuare chi sono effettivamente i soggetti che investono nella sottoscrizione dell'emissione. Gli investitori possono essere suddivisi in due categorie:

- Investitori Istituzionali o professionali: ossia operatori economici che possiedono un elevato ammontare di risorse finanziarie proprie o affidatagli da terzi, con le quali compiono investimenti regolarmente e cumulativamente. Le principali tipologie di Investitori Istituzionali sono i fondi pensione, i fondi comuni di investimento, fondi di fondi, banche, società di assicurazione, fondazioni, enti pubblici previdenziali, *holding* finanziarie ed *hedge fund*;
- Investitori *retail*, definiti anche come pubblico indistinto: ovvero soggetti privati che, per conto proprio e senza nessuna conoscenza o competenza specifica in materia finanziaria, investono il proprio patrimonio senza ricorrere all'intermediazione di altri soggetti. Tra gli investitori *retail* rientra anche una particolare categoria, ossia quella degli Investitori Qualificati, riconosciuti come investitori non professionali, ma che dispongono di un'esperienza e un insieme di competenze sufficienti ad effettuare una corretta valutazione dei rischi e prendere coscientemente delle decisioni in materia di investimenti, oltre che di una disponibilità finanziaria molto elevata. In questa categoria rientrano, ad esempio, i *Family Office* e gli HNWI (*High Net Worth Individual*)¹³⁴. Rientrano nella

¹³⁴ Il concetto di Investitori Qualificati è stato introdotto in Italia dal decreto ministeriale n.30 del 2015, attraverso cui è stata recepita ed estesa la direttiva MiFid (*Markets in Financial Instruments Directive*) emanata dal Parlamento Europeo il 21 aprile 2004.

categoria HNWI i soggetti privati che dispongono di un giro d'affari superiore ai 2 milioni di euro.

Se si osserva un'operazione di *Reverse Takeover*, durante la prima parte della procedura, ovvero la conclusione dell'acquisizione della *natural shell* da parte della società non quotata, i sottoscrittori non entrano in gioco poiché la partecipazione di controllo della società quotata è semplicemente sottoscritta tramite il conferimento in natura della società acquirente. Post *Takeover* i profili di rischio-rendimento sono relativamente gli stessi di quelli presenti nell'IPO tradizionale. Gli investitori, sia *retail* sia istituzionali, sottoscriveranno, in sede di aumento di capitale a pagamento, la nuova emissione di titoli della società risultante dalla fusione tra la *private company* e la quotata. In tal modo si apporterà la liquidità necessaria ai fini dell'applicazione, come si è visto, del piano di risanamento operativo e finanziario della *natural shell* e si permetterà la realizzazione di investimenti coerenti con il piano di sviluppo dell'acquirente. Dunque il potenziale investitore condurrà un'indagine molto simile a quella che compie in sede di IPO, con la differenza che nel *Reverse Takeover* tale analisi è relativamente più accorta, a causa della *bad reputation* di cui gode la *natural shell* oggetto della fusione, e dei minori requisiti di accesso in Borsa richiesti alla società che effettua il *Reverse Takeover*. Seppur vengano predisposti dei documenti di informativa societaria molto simili a quelli preparati nell'IPO tradizionale (*cf.* Capitolo 1 per l'analisi dell'informativa da presentare al mercato), alcuni autori¹³⁵ hanno IPOtizzato una minore attrattività dell'investimento in titoli emessi a seguito di un *Reverse Takeover*, in quanto il mercato riconoscerebbe alla nuova emittente un costo del capitale più elevato. Tale aspetto sarebbe ascrivibile principalmente a due motivazioni:

- La negoziazione privata tra la società acquirente non quotata e la *natural shell* quotata fa venire meno, nonostante il Regolamento Emittenti preveda la pubblicazione di documenti informativi, la *full disclosure* che caratterizza il processo classico di *Initial Public Offering*. In quest'ultimo caso, grazie ai meccanismi del *pre marketing* e *roadshow*, oltre che la costante presenza di un *Global Coordinator* coadiuvato da un gruppo di consulenti indipendenti, il

¹³⁵ Carpentier, C., Cumming, D., Suret, J.M., "The Value of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers", *Journal of Empirical Legal Studies*. 2012, pp. 56-91.

costo del capitale riconosciuto dal mercato è certamente inferiore, poiché l'operazione è giudicata più trasparente.

- La *bad reputation* di cui gode sia la *natural shell* oggetto dell'acquisizione sia la fattispecie del *Reverse Merger*, considerata come visto in precedenza un'operazione messa in atto da società non in grado di rispettare i requisiti imposti dal mercato borsistico, implica un *cost of equity* più elevato. Inoltre, come detto più volte, la *natural shell* spesso è inclusa nelle *black list* della Consob, a causa della crisi finanziaria in cui verte, e pertanto avrà un *leverage* ed un *cost of debt* elevato.¹³⁶ Può essere utile ricordare che il *cost of equity* ed il *cost of debt* misurano rispettivamente il tasso di rendimento minimo richiesto dagli azionisti e investitori della società ed il tasso effettivo che la società paga sul proprio debito. Rappresentano due elementi fondamentali nell'analisi finanziaria di una società, in quanto sono entrambi utilizzati nel calcolo del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), la cui formula è la seguente:

$$\boxed{WACC = W_d \times k_d \times (1 - T) + W_e \times k_e}$$

In cui:

W_d = peso del capitale di debito nella struttura del capitale (pari al rapporto tra indebitamento e capitale totale).

W_e = peso del capitale di *equity* nella struttura del capitale (pari al rapporto tra patrimonio netto e capitale totale).

k_d = *cost of debt* che è pari al *risk free rate* + *spread*, ovvero si aggiunge al tasso di rischio di un titolo *risk free* un tasso che è pari al giudizio di rischio basato sul *rating* creditizio della società. Nella formula il costo del debito è misurato al netto dell'imposizione fiscale.

k_e = *cost of equity*, pari al *risk free rate* + $\beta \times (R_m - \textit{risk free rate})$, dove R_m misura il rendimento del c.d. portafoglio di mercato e β la covarianza tra il titolo della società oggetto dell'analisi e l'andamento del mercato.

Chiaramente, quanto maggiore è il costo del capitale, tanto minore sarà il valore dell'azienda¹³⁷. Nel *Reverse Takeover*, a causa della minore trasparenza del processo e della *bad reputation*, il *cost of equity* potrebbe essere relativamente minore rispetto quello di una normale operazione di IPO, in quanto gli azionisti richiederanno un tasso più alto nella misura in cui l'investimento sia ritenuto maggiormente rischioso.

All'opposto nella quotazione mediante SPAC vi è una sostanziale differenza con l'*Initial Public Offering*. Ad oggi in Italia ancora nessuna SPAC ha effettuato una IPO aperta anche al pubblico indistinto (*retail*), evento largamente diffuso nel caso dell'IPO. Ciò deriva certamente dal fatto che il mercato principale di sbocco della SPAC è l'AIM, dove l'investimento del segmento *retail* non è previsto dal Regolamento Emittenti, se non sul mercato secondario, dunque post *Initial Public Offering*.

Inoltre per i promotori della SPAC potrebbe risultare maggiormente conveniente disporre di un azionariato costituito da investitori di lungo termine. Trattandosi di un investimento caratterizzato da un orizzonte temporale di lungo periodo (dai 18 ai 24 mesi circa), la strategia *Buy and Hold* favorirebbe la stabilità del prezzo dei titoli nel corso dei mesi, oltre che determinare un apprezzamento degli stessi. La minore presenza di investitori disposti a cedere i titoli della SPAC aiuterebbe a creare una scarsità di offerta dei titoli sul mercato secondario che, a parità di domanda, causerebbe un incremento nel prezzo. I promotori della SPAC attraggono tale tipologia di investitori, offrendo loro la possibilità di sottoscrivere i *warrant*. In tal modo l'investitore che ritiene il progetto di *business combination* affidabile e conveniente nel lungo periodo, sarà invogliato a mantenere il proprio pacchetto di titoli ed esercitare il *warrant* nel momento migliore.

Secondo la prospettiva degli investitori, i benefici conseguibili mediante l'investimento in una SPAC sono¹³⁸:

¹³⁷ Giova ricordare che il valore finanziario di una società è calcolato mediante l'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), uguale a Valore dell'azienda = VA + Posizione Finanziaria Netta + *asset*, con VA che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa ed è scontato proprio dal valore del WACC.

¹³⁸ Arlotta, C., Bertoletti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, pp. 172-175 e Gagliardi, G., "Le SPAC approdano in Italia", Amministrazione & Finanza, Ottobre 2011, pp. 64-65.

- Diritto di voto e di recesso dalla società: gli investitori, come visto più volte, godono del diritto di voto in assemblea e, pertanto, decretano il successo o meno della SPAC. Essi hanno infatti la facoltà di approvare o rigettare la *business combination* ed in caso di investitori rilevanti vi è anche la possibilità di negoziare in maniera diretta l'operazione con la *target company* o addirittura fornire supporto ai *promoters* nell'identificazione della stessa. Dunque, a differenza dell'IPO, il controllo sulle modalità di completamento dell'operazione è relativamente più elevato.
- Investimento liquido: il diritto di recesso prevede la possibilità di uscire dall'investimento in qualsiasi momento, recuperando l'esborso di denaro apportato, rettificato della porzione minima utilizzata per sostenere i costi di quotazione. Tale aspetto dipende dal fatto che il valore del titolo di una SPAC solitamente si attesta attorno al valore pro quota delle somme vincolate nell'*escrow account* e, dunque, permette agli investitori di mantenere in portafoglio un titolo facilmente liquidabile, almeno fino al momento dell'annuncio della *business combination* che, come analizzato nel Capitolo 2, potrebbe essere accompagnato da oscillazioni del titolo.
- Investimento inizialmente privo di rischio: essendo vincolato nel *trust* gli investitori hanno la garanzia che il capitale resti indisponibile per l'attività corrente della SPAC. Inoltre, durante il periodo di immobilizzazione, il *trust* è investito in titoli *risk-free*.
- Assenza di *management fee* per gli *sponsor*: come esaminato nel precedente capitolo, la remunerazione dei promotori è legata al possesso di una partecipazione in azioni della società *target*. Di fatto l'investitore non subisce costi rilevanti, ad eccezione della piccola porzione di capitale investito e reso disponibile al *management team* per affrontare le spese generali di quotazione.
- Possibilità di ottenere cospicui ritorni economici dall'investimento: oltre le azioni ordinarie, gli investitori possiedono anche i *warrant* che, qualora l'operazione fosse valorizzata dal mercato ed avesse successo, al momento dell'esercizio garantirebbero ulteriori opportunità di guadagno. Inoltre gli investitori, in caso di esercizio del diritto di recesso, al momento del risarcimento dell'investimento mantengono i *warrant* in portafoglio e possono

liquidarli sul mercato in un successivo momento¹³⁹. Nella prassi gli investitori con il *capital gain* derivante dall'esercizio del *warrant* si ripagano la porzione minima di capitale non vincolate nel *trust* ed utilizzata per sostenere i costi di quotazione.¹⁴⁰

In conclusione, secondo la prospettiva dell'investitore, l'operazione di *Reverse Merger* è relativamente più complessa da valutare rispetto l'IPO tradizionale. Tale aspetto è probabilmente riconducibile al fatto che nell'*Initial Public Offering* gli investitori trovano un affidabile appoggio negli intermediari finanziari che agiscono come *sponsor* dell'operazione, garantendo l'operazione e risolvendo, come visto in precedenza (*cfr. par. 3.2.1*), le asimmetrie informative che intercorrono fra emittente e investitori. Nelle SPAC questa problematica è meno presente, rispetto il *Reverse Takeover*, grazie alla presenza dei promotori che svolgono un ruolo di garante della *business combination* molto simile a quello della banca collocatrice.

3.2.3 La società

L'ultimo attore di cui risulta interessante un'illustrazione delle similitudini e delle differenze tra le due tipologie di operazioni esaminate, è rappresentato dalle società *target* dell'operazione e dall'imprenditore che la rappresenta.

Ai fini dell'analisi comparata fra *Reverse Merger* e IPO tradizionale, occorre analizzare i processi di valutazione della società *target* nei due strumenti presi in esame: 1) nel caso dell'IPO si analizzerà la composizione del Documento di Valutazione, secondo le linee guida fornite da Borsa Italiana; 2) nel caso di *Reverse Merger* si esamineranno le peculiarità delle società *target* coinvolte nell'investimento dei promotori della SPAC, oltre che brevemente le caratteristiche basilari della *natural shell* oggetto di ricerca da parte dei soggetti acquirenti nel *Reverse Takeover*. La sostanziale differenza risiede nella natura

¹³⁹ Chiaramente a patto che la *business combination* si realizzi.

¹⁴⁰ Hale, L.M., "*SPAC: A Financing Tool with Something for everyone*", *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2007, pp. 67-74.

della valutazione, oggettiva e fondata su degli *step* chiave indicati dagli organi di vigilanza nel primo caso, soggettiva e fondata sull'orizzonte strategico nel secondo caso.

Per quanto riguarda la società oggetto dell'IPO tradizionale, le società quotande dovranno rispettare degli specifici requisiti, imposti dal mercato a cui vorranno accedere. Come si è osservato nel Capitolo 1, l'impresa, a seconda delle proprie caratteristiche, potrà quotarsi su tre mercati: l'MTA, il segmento STAR e l'AIM, oltre il MIV, creato *ad hoc* per i veicoli di investimento.

Di seguito sono illustrati i requisiti formali dei primi tre mercati, poiché nell'ottica dell'imprenditore il MIV¹⁴¹, chiaramente, non permette la quotazione di società operative.

Figura 3.1: Requisiti formali di ammissione sui tre mercati.

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
Market cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n.indipendenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Fonte: www.borsaitaliana.it

Oltre i requisiti formali, che si analizzeranno tra poco, si segnalano anche dei requisiti sostanziali che la società quotanda dovrà necessariamente possedere affinché la quotazione dei propri strumenti finanziari sia potenzialmente un'operazione di successo. Suddetti

¹⁴¹ Come affermato da Borsa Italiana tramite il proprio Sito Ufficiale, il MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*) è il mercato regolamentato di Borsa Italiana creato con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica. Tra le tipologie di veicoli vi possono essere: fondi di *private equity*, fondi di fondi, *investment companies* e, come si è visto, SPAC.

requisiti sono collegati alle caratteristiche principali della società e la loro natura è indipendente dal mercato di quotazione che l'impresa sceglie. Tali caratteristiche possono suddividersi in ¹⁴²: 1) un *track record* di successo; 2) un orientamento alla creazione del valore nel lungo periodo, espresso da una strategia chiara e fedelmente riportata nel piano industriale; 3) un buon posizionamento competitivo su scala internazionale; 4) una struttura del capitale equilibrata; 5) una marginalità in crescita; 6) la presenza di una chiara organizzazione manageriale. La previsione di queste caratteristiche è collegata al fatto che la decisione di quotarsi in Borsa è strettamente connessa al progetto di strategia nel lungo periodo. Comunicare alla banca *sponsor*, o al *Nomad* se si collocano i titoli sull'AIM, e alla platea di investitori la propria strategia futura e gli *input* con cui realizzarla rappresenta la via principale per essere apprezzati e creare delle manifestazioni di interesse. Tali informazioni sono comunicate attraverso un chiaro piano industriale e, soprattutto, mediante la predisposizione dell'*Equity Story*, in cui sono illustrate tutte le peculiarità strategiche, operative, finanziarie ed organizzative della società, congiuntamente alle opportunità di mercato conseguibili in seguito alla quotazione.

Come detto, la potenziale società oggetto della quotazione, dovrà anche rispettare dei requisiti formali, ovvero delle caratteristiche specifiche che la società e gli strumenti finanziari dovranno possedere ai fini dell'ammissione sul listino. La differenza tra i tre mercati, come d'altronde già visto nel Capitolo 1, è proprio la differente struttura dei requisiti.

Osservando la Figura 3.1, si può chiaramente notare che si tratta di requisiti relativi ad aspetti come la certificazione dei bilanci, le soglie dimensionali, la *corporate governance*, il livello di flottante, ecc. Il segmento STAR è la sezione di mercato che richiede il maggior impegno in termini di adempimenti formali da parte della società quotanda. Per questi motivi è anche il segmento con più alta visibilità e di maggiore prestigio. All'opposto il segmento più accomodante, in termini di adempimenti, è sicuramente il mercato non regolamentato AIM, nato proprio con l'obiettivo di facilitare l'ingresso in Borsa delle PMI. L'AIM, a differenza del mercato MTA non prevede dei criteri minimi di accesso in termini di capitalizzazione di mercato, né particolari strutture di *corporate governance*. Per tale motivo il Prospetto Informativo è decisamente semplificato ed è

¹⁴² Lambiase, A., "La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale.", FrancoAngeli, 2016.

spesso noto come Documento di Ammissione. Aspetti in comune con il mercato principale, ed il segmento STAR, sono sicuramente il livello minimo di flottante richiesto e la presenza del *Nomad*. Nel primo caso, il flottante previsto è inferiore rispetto agli altri mercati allo scopo di rendere l'avvicendamento dell'imprenditore al mercato dei capitali meno "traumatico". Sotto il secondo aspetto, il *Nomad* supporta la società anche nella fase post IPO, operando come *liquidity provider*, allo stesso modo della banca *sponsor* sul segmento STAR.

Come si è visto nel corso dell'elaborato, l'AIM è anche il mercato di sbocco della SPAC, e ciò si può notare dal fatto che, ove non è previsto, può non essere richiesto un bilancio certificato. Infatti, nel caso delle SPAC gli adempimenti sono principalmente di natura sostanziale, come ad esempio possedere un chiaro progetto di investimento.

Le differenze in termini di requisiti rendono le SPAC e le operazioni di *Reverse IPO* sul mercato AIM relativamente più vantaggiose del *Reverse Takeover* sul mercato MTA. Ciò è riconducibile al fatto che sul mercato MTA i requisiti che la società acquirente dovrà rispettare sono numerosi. Allo scopo di evitare usi impropri o fraudolenti dello strumento di *Reverse Merger*, Borsa Italiana e Consob, mediante la pubblicazione di diverse modifiche al Regolamento Emittenti,¹⁴³ ha avvicinato in misura maggiore il processo di *Reverse Merger* a quello dell'IPO tradizionale, prevedendo la figura della banca *sponsor*, che agisce come attestatrice del rispetto di tali requisiti, e la predisposizione del Prospetto Informativo.

In conclusione, è chiaro che la società oggetto dell'IPO tradizionale avrà caratteristiche specifiche in quanto previste dal regolamento, definite per l'appunto formali, oltre che una serie di specifiche sostanziali che attestino la brillantezza della società e dunque la bontà dell'operazione di collocamento.

All'opposto, in caso di quotazione attraverso SPAC, non vi è nessun regolamento specifico che indichi le peculiarità della società *target*. Trattandosi di un investimento negoziato in forma privata tra i *promoters* della SPAC e la *target*, sarà la SPAC stessa a definire le caratteristiche della società *target*, coerentemente con la propria *investment policy* ed entro

¹⁴³ Si vedano in merito l'Avviso n. 8342 del 6 Maggio 2013 e l'Avviso n. 14117 del 1 Agosto 2014, pubblicati da Borsa Italiana in *Avvisi*, 2016.

i limiti del mercato in cui l'azienda si ritroverà quotata¹⁴⁴. A tal fine è utile esaminare un esempio di strategia di investimento adottata da una SPAC. Ad esempio la SPAC Innova Italy 1 definisce, sul proprio sito ufficiale (www.innovaitaly1.it), la propria strategia di investimento come segue:

Innova Italy 1 si propone di indirizzare la propria attività di investimento verso società di medie dimensioni, con un equity value indicativamente tra Euro 150 milioni e Euro 300 milioni pre-business combination, leader nel proprio settore, con buona capacità di generazione di cassa e ove l'imprenditore sia motivato a fare crescere la propria azienda e abbia un solido e chiaro piano di sviluppo organico o per linee esterne.

Sono escluse le società attive nei settori immobiliari, dei servizi finanziari, delle energie rinnovabili e dei settori ritenuti non conformi agli standard etici comunemente accettati.

La Società intende effettuare la ricerca della società target principalmente nei seguenti ambiti:

- *società a controllo familiare: intenzionate ad accedere rapidamente alla quotazione e i cui azionisti siano disponibili ad accettare una parziale diluizione della propria partecipazione a fronte dell'immissione delle risorse finanziarie della Società con l'obiettivo di finanziare un piano di sviluppo;*
- *società partecipate da fondi di private equity: per i quali la quotazione può rappresentare a tempo debito una buona opportunità di exit;*
- *società appartenenti a gruppi multinazionali (che siano oggetto di spin-off).*

L'attività di investimento di Innova Italy 1 sarà principalmente rivolta agli investimenti in favore di società target che abbiano un business model caratterizzato da:

- *innovazione di prodotto e/o di processo. La società target dovrà presentare un significativo tasso di innovazione di prodotto (finalizzata, a titolo esemplificativo, al miglioramento dei prodotti esistenti o alla creazione di nuovi prodotti che soddisfino nuove esigenze del cliente sotto l'aspetto qualitativo, del contenuto tecnologico o delle prestazioni) e/o di innovazione di processo (finalizzata, a titolo esemplificativo, all'introduzione di nuovi processi aziendali e nuove logiche di gestione finalizzate al miglioramento dell'efficienza e/o dell'efficacia dell'attività aziendale);*
- *posizionamento strategico difendibile. La società target si dovrà caratterizzare per un buon posizionamento competitivo in settori e mercati con barriere all'entrata di tipo tecnologico, di know how di prodotto e/o di processo, di qualità, di distribuzione e presenza nei mercati di riferimento;*

¹⁴⁴ Trattandosi del mercato AIM, si è visto come tali limiti siano relativamente limitati rispetto il mercato principale.

- *buona generazione di cassa storica e prospettica. Innova Italy 1 intende focalizzare la propria attività di ricerca e selezione verso società target che storicamente abbiano realizzato uno stabile sviluppo operativo e di generazione di cassa e che presentino un business model adeguato al loro mantenimento e/o sviluppo prospettico;*
- *prospettive di crescita a livello nazionale e a livello internazionale. Innova Italy 1 intende focalizzare la propria attività di ricerca e selezione verso società target che abbiano un solido e chiaro piano di sviluppo (organico o per linee esterne) e una prospettiva di crescita sia a livello nazionale sia a livello internazionale;*
- *management aperto ad avviare una nuova fase di sviluppo per la propria azienda. Innova Italy 1 intende rivolgere la propria attenzione verso società target gestite da imprenditori motivati e propensi a condividere un progetto di sviluppo volto alla creazione di valore per tutti gli azionisti privilegiando piani di sviluppo internazionali.*

Le caratteristiche principali della società *target* dunque derivano dalla strategia di investimento della SPAC. Una società può essere ritenuta un valido investimento in una determinata SPAC, e allo stesso tempo non essere considerata in un'altra. Nell'IPO tradizionale vi è sbilanciamento nel grado di importanza tra requisiti sostanziali e formali, con una chiara propensione a privilegiare questi ultimi. Nel caso della SPAC i requisiti sono soprattutto sostanziali e, ove previsto, possono essere formali (come ad esempio indicare un *range* di *equity value*). Suddetto aspetto è una delle motivazioni per cui la quotazione tramite SPAC risulti relativamente più rapida, poiché non prevede lo stesso ammontare di controlli formali.

Discorso diverso se si osserva la società *target* nel processo di *Reverse Takeover*. In tal caso rispetto la quotazione tramite SPAC, come detto più volte, il processo è invertito, con la non quotata che dovrà identificare una *target* quotata con cui fondersi ed ottenere l'accesso sul mercato borsistico.

La società *target*, anche definita *natural shell* (o *development shell*), dovrà avere caratteristiche tali da poter permettere all'acquirente di ottenerne il controllo. Per questo motivo la *target* deve essere assimilabile ad una *shell* con attività operative minime o inesistenti, in modo da poter rapidamente concludere la combinazione. Come nel caso delle SPAC, anche in questa situazione l'identificazione della *target* segue un orientamento strategico prettamente soggettivo, basato sulla propria situazione e non tanto

su specifici requisiti formali da rispettare. La sostanziale differenza risiede nel momento esatto della fusione, che si attua, nel caso del mercato MTA, con un aumento di capitale mediante conferimento in natura. In tal caso la società dovrà anche rispettare dei requisiti formali, evento inesistente nel caso di *Reverse Takeover* sul mercato AIM.

Ai fini dell'identificazione, tuttavia, non esistono specifiche regole formali da seguire, se non quella di ricercare una società in una situazione di crisi finanziaria, in modo da usufruirne come se fosse una *shell company*.

In conclusione la società oggetto dell'IPO tradizionale avrà certamente l'onere di dover sottostare ad una serie di requisiti formali e sostanziali che rendono il processo di quotazione lungo e complesso, a causa delle numerose valutazioni da parte di consulenti, revisori e banche. All'opposto, nel caso di *Reverse Merger*, sia tramite SPAC che *natural shell*, il processo è molto più semplificato poiché esiste una negoziazione privata tra gli attori coinvolti, rendendo la quotazione relativamente più flessibile.

3.3 Analisi comparata dei vantaggi: la prospettiva dell'imprenditore

L'imprenditore è il protagonista della quotazione in Borsa, sia se si tratta di un'IPO tradizionale che di una modalità alternativa, poiché egli decide se quotarsi e come quotarsi, analizzandone i benefici, i costi, i rischi e le prospettive future.

Obiettivo di tale paragrafo è illustrare i principali benefici e le relative criticità cui l'imprenditore va incontro strutturando un processo alternativo di quotazione in Borsa.

In conformità a quanto detto finora, e considerando le differenze intercorrenti tra SPAC e *Reverse Takeover*, si illustrano i principali vantaggi derivanti dalla quotazione tramite *Reverse Merger*¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Arlotta, C., Bertolotti, F., Calvani, C. et al. "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo", Franco Angeli, 2014, pp. 172-175 e Gagliardi, G., "Le SPAC approdano in Italia", Amministrazione & Finanza, Ottobre 2011; Feldman, D.N., "Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)", Bloomberg Press New York, 2009; Carpentier, C., Cumming, D., Suret, J.M., "The Value of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers", Journal of Empirical Legal Studies. 2012, pp. 56-91.

Processo di quotazione facilitato e reso più rapido

Tale vantaggio, in seguito all'analisi condotta, è abbastanza chiaro. Come osservato nel Capitolo 1 (*cf.* p.7 cap.1) un processo di *Initial Public Offering* può durare dai 12 ai 16 mesi di tempo, dall'individuazione dell'opportunità di quotazione al completamento della stessa. Nel caso del *Reverse Merger*, alcuni autori¹⁴⁶ sostengono che la quotazione tramite SPAC, ed in generale nei casi di *Reverse Merger*, impieghi un periodo compreso tra i 2 ed i 3 mesi, dall'identificazione della *target* al completamento dell'operazione. Ciò deriva dal fatto che in un processo di *Reverse Merger*, la società oggetto della quotazione non dovrà organizzare l'attività di *pre marketing* ed il *roadshow*, permettendo un significativo risparmio di tempo, in quanto tali attività durano mediamente 2-3 mesi. Inoltre anche l'attività di *due diligence*¹⁴⁷ e l'*Analyst Presentation* è relativamente più snella, soprattutto nel caso di quotazioni sull'AIM, dove non è presente né la *due diligence* effettuata da Borsa Italiana né l'istruttoria della Consob. Tale aspetto deriva dal fatto che, come affermato dallo stesso Feldman (2009), "*An IPO involves more players, any one of whom can delay the transaction, and a much more extensive review process*". Pertanto i numerosi soggetti coinvolti nel processo di IPO potranno revisionare e commentare la documentazione prodotta dalla futura società emittente, rallentando inevitabilmente il completamento dell'operazione.

In conclusione, sia nel caso di quotazione tramite SPAC sia nell'operazione di *Reverse Takeover* la durata del processo è relativamente minore rispetto l'IPO, grazie al minor numero di attori coinvolti e alla marginale documentazione richiesta.

Minori costi dell'operazione.

Chiaramente i costi di *disclosure* sono inferiori, poiché vi saranno meno attori e dunque meno *fee* da corrispondere ai soggetti coinvolti nell'operazione. Inoltre l'*underwriter* non prende parte al processo e dunque vengono meno le *underwriting fee* associate ad esso¹⁴⁸. Dunque sia i costi fissi dell'IPO, come la remunerazione dei consulenti, sia i costi variabili,

¹⁴⁶ Feldman, D.N., "*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*", Bloomberg Press New York, 2009; Sjoström Jr, W. K., "*The truth about Reverse Mergers*", *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2007, pp.750-751

¹⁴⁷ Il QMAT, che come visto nel Capitolo 1 prende molto tempo alla società oggetto della quotazione, non è previsto in entrambi i casi di *Reverse Merger*.

¹⁴⁸ Chiaramente il costo dell'*underwriting fee* è soporato dalla SPAC al momento della sua IPO.

ovvero i costi di collocamento e sottoscrizione, sono relativamente minori rispetto la quotazione tradizionale.

Nel caso della SPAC, come visto, l'operazione potrebbe essere considerata più costosa rispetto il *Reverse Takeover*, a causa dei costi della diluizione derivanti dalla sottoscrizione delle azioni da parte degli investitori e promotori, oltre che la presenza dei *warrant*. Nel *Reverse Takeover* i costi di diluizione sono relativamente minori, tuttavia suddetta operazione non apporta capitale immediato, se non attraverso un aumento di capitale a pagamento in un secondo momento.

Maggiore certezza.

Tale aspetto è probabilmente il vantaggio più rilevante di un'operazione. Un rischio significativo dell'IPO è l'incertezza dell'investimento, sia nell'ammontare che nell'effettiva esecuzione. Infatti è probabile che l'operazione annunciata non giunga alla conclusione prefissata e la potenziale società quotata, dopo aver sostenuto buona parte dei costi fissi dell'operazione, non venga ammessa in Borsa. Ciò comporta, oltre i *sunk cost* sopracitati, anche un ingente danno reputazionale, dovuto sia alla diffusione pubblica delle informazioni sensibili sia al giudizio del mercato in seguito al fallimento del collocamento. Tale rischio è relativamente assente nelle operazioni di *Reverse Merger*. Per entrambi gli strumenti alternativi, le tempistiche e caratteristiche del progetto di quotazione sono stabilite in precedenza e privatamente con la *target*. Nel caso della SPAC l'operazione è sicuramente certa dal punto di vista del prezzo di emissione. Infatti, come visto, il prezzo è il risultato della negoziazione tra l'imprenditore della società *target* e i promotori della SPAC. In tal modo l'imprenditore evita di andare incontro a rischi a lui non imputabili, ma attribuibili al mercato o ai soggetti coinvolti. Tuttavia, come analizzato in precedenza, sembrerebbe relativamente meno certo il successo dell'operazione. La SPAC prevede il diritto di recesso dei suoi investitori e dunque qualora la proposta di *business combination* venisse rigettata, la quotazione della *target* verrebbe meno. L'operazione è incerta anche in termini di ammontare dell'aumento di capitale, in quanto è previsto anche il diritto di recesso del singolo socio dissenziente, il quale recupererebbe la somma investita.

Di contro l'operazione di *Reverse Takeover* è certa sia in termini di prezzo, negoziato anche in questo caso privatamente tra soggetto acquirente e *natural shell* quotata, sia come probabilità di conclusione. Infatti, in tal caso, è la società non quotata ad agire come

investitore ed il successo dell'operazione dipende esclusivamente dalla trattativa privata con la società quotata *target*.

Indipendenza dai cambiamenti di prezzo apportati improvvisamente dagli *underwriter*.

Questo vantaggio è collegato con i due precedentemente analizzati, ma è doveroso analizzarlo brevemente nel dettaglio. Come detto un'operazione di *Reverse Merger* non prevede la figura dell'*underwriter*. L'obiettivo principale dell'*underwriter* è quello di generare profitto dalla sottoscrizione dei titoli emessi dalla società, piuttosto che investire nella stessa con un orientamento di lungo periodo. Nelle SPAC, i promotori e gli investitori sono relativamente più attenti alla crescita della società nel medio-lungo periodo, in quanto alla fine del progetto di quotazione possiederanno una combinazione di azioni e *warrant* che rende l'investimento conveniente nel lungo periodo¹⁴⁹. Inoltre i promotori, come visto, hanno un periodo prefissato di *lock up* durante il quale non potranno vendere le proprie azioni sul mercato, allo scopo di supportare la neo quotata nel percorso di crescita. In aggiunta, ciò diminuisce significativamente la diffusione del fenomeno di *underpricing*. Tale fenomeno, come osservato nel Capitolo 1, è diretta conseguenza dell'asimmetria informativa esistente tra investitore ed emittente, con i primi che acquisteranno i titoli di nuova emissione ad un prezzo inferiore alla loro comune valutazione¹⁵⁰. Secondo Lakicevic e Vulcanovic (2013)¹⁵¹ le SPAC sono esenti dal fenomeno delle asimmetrie informative e, dunque, dall'*underpricing* perché "*The firmly set structure of the SPACs substantially before the IPO date, the establishment of the escrow accounts where almost all proceeds are placed, in addition to zero uncertainty about the offered unit price, create no incentives for new investors to enter into significant speculations on the first day of trading*". Ancora una volta, il ruolo dei promotori ed il relativo bagaglio di conoscenze sul mercato finanziario, sembrerebbe risolvere un problema cronico dell'IPO tradizionale.

¹⁴⁹ A patto che la società migliori le proprie *performance*.

¹⁵⁰ Ritter J. R., Welch I. A., "*Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*", The Journal of Finance, Vol.4, 2002, pp. 1795-1828.

¹⁵¹ Lakicevic, M., Vulcanovic, M., "*A story on SPACs*", Journal of Managerial Finance, 2013, p.17.

Nell'operazione di *Reverse Takeover* la figura dell'*underwriter* risulterebbe assente fino all'eventuale delibera di aumento di capitale a pagamento. Durante la fusione con la *natural shell* quotata, non vi saranno cambiamenti improvvisi del prezzo di emissioni, in quanto quest'ultimo sarà pari al valore di conferimento della società (o del ramo societario), stimato ed attestato da consulenti indipendenti. In tal modo, la società si ritrova quotata in Borsa ad un prezzo effettivamente uguale, o almeno simile, a quello reale. Tuttavia nella prassi, la banca *sponsor* è solitamente ingaggiata nel periodo precedente alla fusione con la quotata e dunque il conflitto di interessi è presente sin dall'inizio.

Quotazione indipendente dalla situazione attuale del mercato delle IPO.

Altra significativa differenza è l'indipendenza del *Reverse Merger* dalle condizioni del mercato dell'IPO al momento della quotazione. Nella valutazione in merito alla decisione sul se quotarsi o meno, l'imprenditore considererà anche le condizioni di mercato. In caso di mercato poco liquido o comunque in fase calante, la società si quoterebbe ad un prezzo inferiore, scontato del valore riconosciuto dalla scarsa liquidità del mercato. Le operazioni di *Reverse Merger* mediante SPAC sembrerebbero non soffrire di queste situazioni perché gli investitori si sentono tutelati, grazie al fondo vincolato in cui è versato il capitale e al riconoscimento del diritto di recesso dall'investimento in caso di rigetto della proposta di *business combination*. Nel processo di *Reverse Takeover*, la *target* oggetto dell'acquisizione verte in una complessa situazione finanziaria e costituisce una chiara modalità di acquisizione societaria, indipendente dalle condizioni di mercato dell'IPO.

Dopo aver analizzato i vantaggi principali delle operazioni di *Reverse Merger* rispetto l'IPO tradizionale, è doveroso illustrarne anche le relative criticità.

Essenzialmente, in letteratura, vi è una criticità in comune tra la quotazione tramite SPAC e l'operazione di *Reverse Takeover*, ovvero il minor *market support* post quotazione¹⁵².

Il ruolo dell'*underwriter* nell'IPO tradizionale è, infatti, quello di supportare l'andamento dei titoli sul mercato e, come osservato, tale figura manca nelle operazioni di *Reverse Merger*.

¹⁵² Feldman, D.N., "*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*", Bloomberg Press New York, 2009.

In realtà nella prassi questa assunzione è relativamente smentita. Nella quotazione tramite SPAC esiste comunque la figura del *Nomad*, il cui ruolo è esattamente quello di *liquidity provider*. Allo stesso modo nel caso di *Reverse Takeover*, sia sul mercato MTA (con la figura della banca *sponsor*) sia sull'AIM (con, appunto, il *Nomad*), la liquidità del titolo è gestita dalla banca. Pertanto, tale criticità sembra non sussistere, poiché il legislatore ha anticipato tale problematica, prevedendo le figure sopracitate¹⁵³.

Giova esaminare altri due svantaggi rispetto l'IPO tradizionale, uno per le SPAC e l'altro per le operazioni di *Reverse Takeover*.

Come già analizzato, nel caso delle SPAC l'accesso al mercato principale MTA è precluso dalla realizzazione di una triplice quotazione che consiste nella quotazione del veicolo di investimento, nel *Reverse Merger* con la *target* ed il successivo passaggio al mercato MTA. Tale svantaggio deriva dalla scarsa attrattività del mercato AIM, ancora poco liquido e visibile rispetto il mercato principale.

Nel caso del *Reverse Takeover* lo svantaggio principale si materializza in un'analisi più profonda della *natural shell* quotata da acquisire. Infatti, essendo la *shell company* caratterizzata da una situazione *distressed*, la non quotata acquirente dovrà porre attenzione alla scarsa reputazione di cui essa gode sul mercato finanziario, oltre che al pericolo di doversi accollare obbligazioni pendenti rischiose, al fine di attuare il piano di risanamento previsto. Inoltre, rispetto l'IPO, l'operazione non apporta capitale immediato nelle casse della società acquirente. Quest'ultima dovrà realizzare un aumento di capitale, allo scopo di reperire la liquidità di cui necessita.

In conclusione, gli strumenti alternativi di accesso al mercato borsistico presentano certamente dei vantaggi rispetto l'IPO tradizionale. Appurato ciò, le società che vogliono sfruttare questi innovati strumenti di finanza straordinaria, dovranno chiaramente analizzare le potenziali problematiche cui vanno incontro e non dimenticare, come potrebbe realisticamente accadere, che seppur il processo sia semplificato, dovranno

¹⁵³ Si ricorda che la Consob, come analizzato approfonditamente nel Capitolo 2, ha previsto la figura della banca *sponsor* nei casi di *Reverse Takeover* sull'MTA e in caso di aumento di capitale mediante conferimento superiore al valore della società acquisita. In tal modo, oltre che garantire la trasparenza dell'operazione, viene sostenuta anche la liquidità della società risultante dalla fusione.

comunque realizzare un cambiamento totale della propria struttura organizzativa e “mentale” al fine di restare a lungo sul mercato borsistico.

4. ANALISI DEL CONTESTO ITALIANO

2.3 Il caso KrEnergy – SE.R.I. Industrial: un esempio di Reverse Takeover sul mercato MTA– 4.1.1 Descrizione dell’operazione– 4.2 Analisi dei rendimenti delle SPAC in Italia

Nei primi tre capitoli sono state analizzate le principali caratteristiche delle tre operazioni di quotazione in Borsa. L’analisi dell’*Initial Public Offering* ha messo in luce le varie problematiche a cui l’imprenditore va incontro ed i motivi per i quali le società utilizzano degli strumenti alternativi di accesso al mercato borsistico, ovvero lo strumento delle SPAC e le operazioni di *Reverse Takeover*.

Lo scopo dell’elaborato è analizzare le motivazioni che stanno dietro l’utilizzo di tali strumenti e comprendere se queste creino valore per la società emittente ed il mercato.

Il seguente capitolo verterà sulla descrizione di un caso concreto di quotazione tramite *Reverse Takeover* sul mercato MTA e si tenterà di comprendere le motivazioni, le difficoltà e le opportunità alla base di tale progetto. Ai fini di una migliore comprensione del fenomeno, è stata condotta un’intervista al *top management* delle due società coinvolte nell’operazione, con l’obiettivo di rendere meno complessa la comprensione di tale operazione.

In seguito, è stata condotta un’osservazione dell’andamento delle attuali SPAC quotate sulla Borsa di Milano. Attraverso tale analisi, si comprenderà la dimensione del fenomeno, l’impatto sulle società *target* e sul mercato AIM, sbocco per eccellenza di questa particolare forma di veicoli di investimento.

4.1 Il caso KrEnergy – SE.R.I. Industrial: un esempio di Reverse Takeover sul mercato MTA. Overview delle società coinvolte

Oggetto d’analisi di questo capitolo, come detto, è il caso di *Reverse Takeover* che ha visto protagonista un gruppo industriale campano, Industrial SpA, *holding* di partecipazioni

attiva nel settore degli accumulatori elettrici, delle carte speciali, dello stampaggio ed estrusione di materie plastiche e della fibra di vetro.

Il Gruppo, allo scopo di finanziare ulteriormente la propria crescita, ha conferito, unitamente al fondo di *private equity* IMI Fondi Chiusi SGR, la *sub holding* SERI Industrial SpA, che controlla e detiene le partecipazioni nelle società operanti lungo l'intera filiera di produzione degli accumulatori elettrici, in una società quotata sul listino MTA, KrEnergy Spa, *holding* di partecipazioni attiva nel settore delle energie rinnovabili. Ai fini di una maggiore comprensione dei motivi che hanno spinto le due imprese a realizzare un progetto così complesso, è sicuramente utile ripercorrere brevemente i *milestone* delle due società coinvolte.

SE.R.I. Industrial Spa

SE.R.I. Industrial Spa (d'ora in poi Seri Industrial) è la *holding* del Gruppo SERI (SE.R.I. S.p.A., d'ora innanzi denominata SERI, è l'ultima consolidante del gruppo omonimo e controlla al 100% la conferente Industrial SpA) operativa nella filiera degli accumulatori elettrici, nata nel 2012 a seguito della riorganizzazione del gruppo SERI a seguito dell'ingresso nell'azionariato del fondo di *private equity* Imi Fondi Chiusi Sgr.

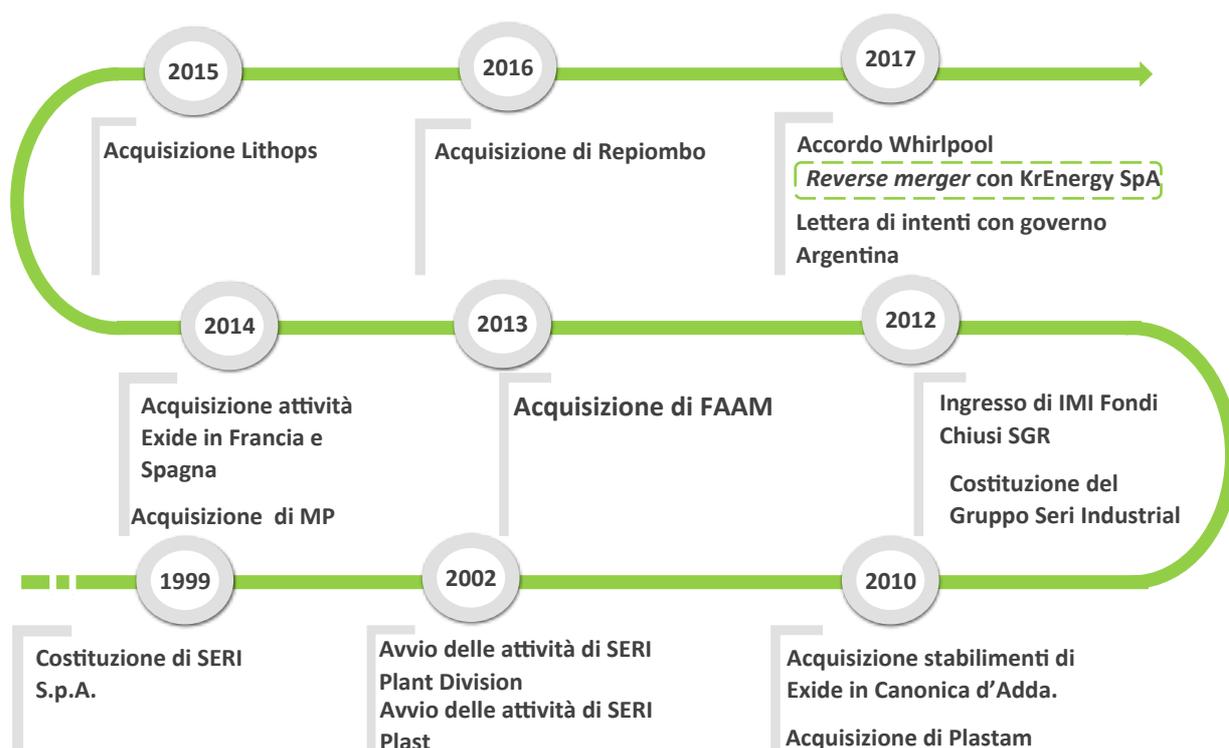
La SERI è stata costituita nel 1999 ed ha iniziato ad operare come società di ingegneria e di costruzione (di opifici industriali complessi) a supporto delle iniziative avviate con i fondi agevolati destinati alle regioni del Mezzogiorno. Durante i primi anni di attività la SERI, sulla scorta dell'esperienza maturata da uno dei fondatori nel mondo del recupero delle batterie al piombo esauste, si è proposta ad un cliente, dal quale aveva ricevuto l'incarico di consulenza per la realizzazione dell'opificio, quale *general contractor*¹⁵⁴ per la realizzazione di un impianto per il recupero di batterie esauste al piombo. SERI, con l'esperienza acquisita, ha deciso di avviare le due attività che poi hanno reso possibile la creazione del gruppo nella sua attuale configurazione attuale, ovvero: 1) realizzazione di impianti per il recupero e riciclo di batterie esauste e successiva produzione di piombo raffinato, con produzione interna in una propria officina; 2) il recupero degli scarti plastici provenienti dai riciclatori degli accumulatori, fino a quel momento smaltiti in discarica,

154 Come si evince dal Sito Ufficiale di Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it), il *general contractor* si configura come “un realizzatore globale di opere pubbliche strategiche delle quali risponde in maniera unitaria e complessiva”.

con produzione di granulo di polipropilene rigenerato, venduto, principalmente, agli stampatori di cassette e coperchi per accumulatori elettrici.

In seguito, una breve analisi del percorso di crescita del Gruppo.

Figura 4.1: Milestones Seri Industrial SpA



Fonte: elaborazione propria.

Il percorso di grande crescita del Gruppo Seri inizia nel 2010, sia attraverso la crescita del *core business* storico sia, soprattutto, attraverso diversi progetti di acquisizione di clienti operanti nella filiera degli accumulatori elettrici.

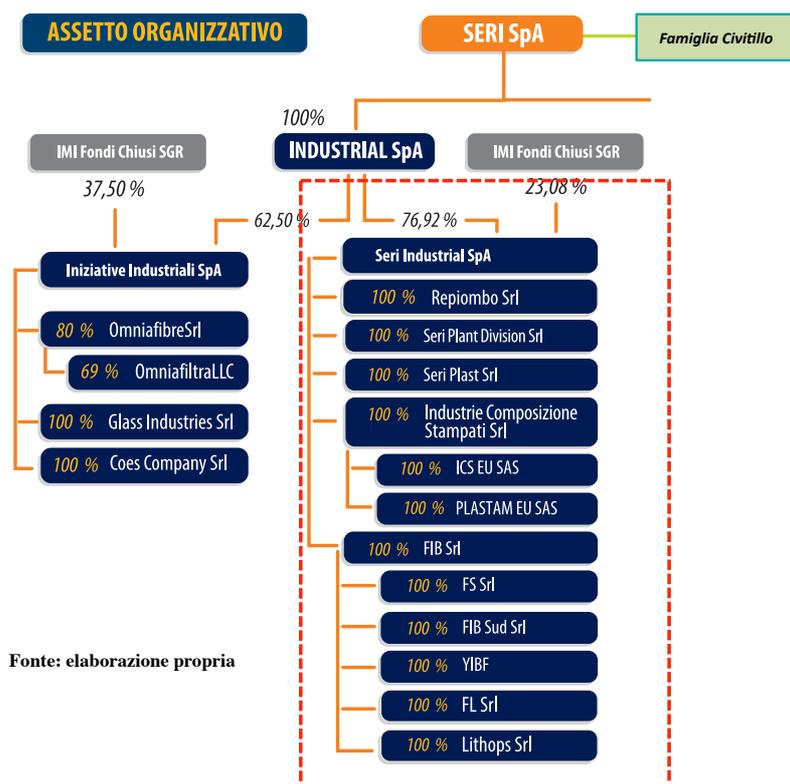
Le acquisizioni hanno permesso una crescita significativa al Gruppo SERI, oltre che la possibilità di raggiungere un livello di integrazione verticale che ad oggi riesce a coprire tutta la filiera produttiva del settore accumulatori elettrici e dello stampaggio di materie plastiche. Non meno importante è l'opportunità di diversificazione in settori di nicchia altamente tecnologici, come quello dei tessuti in fibra di vetro/carbonio/cellulosa.

Alcune acquisizioni hanno riguardato aziende, talvolta clienti, che avevano risentito della sfavorevole congiuntura economica, e che sono state rilevate nell'ambito di procedure

concorsuali e quindi riorganizzate e rilanciate. Per tale motivo, il management di SERI vanta una notevole esperienza nelle acquisizioni da *turn around*¹⁵⁵.

Il Gruppo Seri alla data del *Reverse Takeover* giunge nella configurazione seguente:

Figura 4.2: Assetto Organizzativo del Gruppo Seri



Fonte: elaborazione propria

L'area tratteggiata mostra il perimetro oggetto del conferimento in KrEnergy.

A fine 2015, SERI Industrial acquisisce Lithops Srl, società creata da ricercatori universitari per lo sviluppo di un innovativo processo di produzione di celle al litio.

Il gruppo intende, dunque, dopo un percorso di crescita per linee esterne, avviare un investimento che, sfruttando il know how della Lithops Srl e quello della FAAM SpA, società precedentemente acquisita, consenta una crescita per linee interne.

Come nasce l'idea di avviare un'operazione di *Reverse Takeover*?

La domanda è stata posta all'amministratore unico, l'Ing. Vittorio Civitillo, della società conferente, Industrial SpA.

¹⁵⁵ Tale termine indica i piani di risanamento e riorganizzazione di un'azienda in profonda crisi, allo scopo di rilanciarla sul mercato di riferimento e recuperare la redditività.

“Il progetto nasce da un’opportunità presentataci dalla nostra società di advisory nel turnaround (n.b Rise Equity SpA) che aveva avviato un progetto di ristrutturazione e riorganizzazione di una società quotata in crisi da anni e posta nella black list di Consob. Dopo un’attenta analisi si è valutata l’IPOtesi di realizzare un processo di Reverse IPO, al fine da un lato (i) di proporre al nostro socio finanziario (n.b il fondo di private equity, IMI Fondi Chiusi SGR) la naturale way out prevista dall’originario accordo di investimento e dall’altro (ii) di reperire sul mercato le risorse finanziarie necessarie per supportare il progetto di investimento più grande mai avviato dal gruppo per la produzione di celle al litio. A differenza di una normale procedura di IPO, che abbiamo più volte esaminato, visti i tempi strettissimi per adempiere all’obbligo di garantire la way out al fondo di private equity e la necessità di avviare il progetto di investimento di produzione di celle al litio, abbiamo ritenuto molto più conveniente una operazione di Reverse IPO. Tale scelta è stata anche guidata dalla comprovata esperienza maturata dal nostro management in tema di acquisizioni di società distressed, tramite procedura concorsuale”.

La società Industrial SpA ha quindi avviato l’analisi della possibile operazione di *Reverse Takeover* al fine di garantire la *way out* al fondo di *private equity*, liberando le relative risorse accantonate per l’alternativo *buy back* previsto dall’accordo di investimento, e al fine di finanziare il progetto che da ora innanzi sarà denominato “Progetto Litio.”

La continua attività di ricerca ed innovazione del gruppo SERI ed il *know how* acquisito dai *manager* di FAAM SpA, che aveva diversi progetti in corso per la realizzazione di batterie al litio per *storage* e trazione elettrica, ha indotto il gruppo a ricercare la migliore soluzione per garantire due principali obiettivi strategici:

- Internalizzare la produzione lungo tutta la filiera degli accumulatori elettrici;
- Operare in settori di nicchia dove è necessario garantire la “*customizzazione*” del prodotto per soddisfare le richieste dei clienti¹⁵⁶.

Il gruppo SERI ha sottoscritto un articolato accordo con la multinazionale Whirlpool EMEA Spa, presso la sede del Ministero dello Sviluppo Economico ed alla presenza degli

¹⁵⁶ Il portafoglio clienti di Seri Industrial annovera importanti realtà multinazionali, come ABB/Enel che hanno commissionato al Gruppo la realizzazione del più grande impianto di *storage* al litio in Italia, Wass (ora Finmeccanica) per equipaggiare i siluri con batterie al litio di ultima generazione e Fincantieri per il più grande progetto in corso sui sommergibili a livello mondiale.

organi sindacali nazionali, in merito alla reindustrializzazione del sito produttivo di Teverola (CE)¹⁵⁷. Tale investimento permetterà la riconversione del sito industriale ex-Whirlpool (ex Indesit), in attività di sviluppo e realizzazione di celle al litio. L'operazione garantirà il reimpiego dei lavoratori in esubero di Whirlpool e sarà assistita da finanziamenti concessi per la formazione del personale e la ricerca.

Durante le trattative per l'accordo, il Gruppo SERI, sempre nell'ottica di controllare la filiera, ha sottoscritto una *joint venture* con la società *Jujuy Energia y Miniera S.E.*, attiva nella Provincia di *Jujuy* della Repubblica Argentina, che promuove lo sviluppo dell'attività di estrazione mineraria e dell'industria energetica. Tale articolato progetto prevede che¹⁵⁸:

- Il governo della provincia di *Jujuy* metta a disposizione di SERI Industrial il carbonato di litio prodotto nello Stato di *Jujuy*, fino al 5% dell'estrazione complessiva di tale minerale da tutti i giacimenti della provincia che è situata al centro del "triangolo del litio" (nord ovest dell'Argentina, nord del Cile e della Bolivia), dove si concentra l'85% del litio a livello mondiale;
- SERI Industrial trasferisca il *know how* (di Lithops e di FAAM) per la produzione congiunta di materia prima per la produzione delle celle al litio.

Attraverso questa operazione, il Gruppo Industrial potrà consolidare la propria forza sul mercato, controllando i processi dell'attività estrattiva fino all'arrivo nella fabbrica di Teverola della materia prima. È chiaro, dunque, il continuamento del processo di integrazione verticale.

Perché un'azienda innovativa come Seri Industrial non ha scelto di quotarsi in Borsa mediante lo strumento della SPAC?

A tale domanda, l'Ing. Vittorio Civitillo risponde così:

“L'idea di quotarsi in Borsa tramite una SPAC è stata presa in considerazione, nel momento in cui alcuni contatti finanziari ci hanno proposto tale strumento. Tuttavia, tale opportunità non presentava un fit con i nostri specifici bisogni, perché necessitavamo di

¹⁵⁷ Per ulteriori informazioni si veda l'accordo ufficiale, consultabile on-line:

<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/impresе-in-difficolta/verbali/2036135-verbale-di-incontro-whirlpool-2>

¹⁵⁸ <http://www.serispa.it/index.php/comunicati>.

accedere al mercato dei capitali in maniera più rapida, e la nostra società di advisory, Rise Equity, era già stata creata con la specifica mission di trovare una società target quotata in cui investire. Inoltre, c'era la necessità di trovare una way out¹⁵⁹ al socio finanziario, IMI Fondi Chiusi SGR. A mio avviso, vi sono altre due motivazioni per le quali ho preferito utilizzare lo strumento del Reverse Takeover, ovvero 1) i maggiori costi di diluizione post IPO, dovuti alle unit assegnate ad investitori e promotori, 2) la quotazione sul mercato AIM.

In merito al secondo tema, il nostro interesse era negoziare i titoli sul mercato MTA, in modo da avere maggiori possibilità di reperire liquidità ed acquisire visibilità. A mio modo di vedere l'AIM non dà le stesse opportunità del mercato principale.

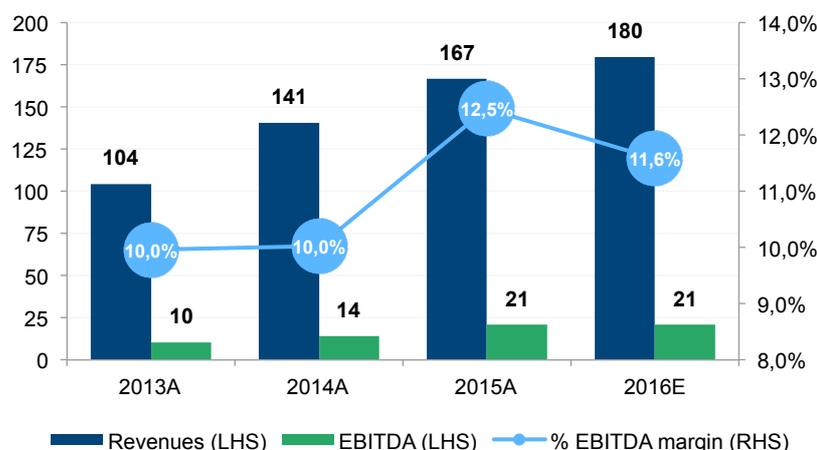
Nonostante ciò, è impossibile non rilevare gli evidenti vantaggi offerti da una SPAC. A tal proposito, vi è di certo un tema di minori costi fissi dell'operazione. Durante la fase di aumento di capitale post conferimento, ci imbattemmo nelle stesse tipologie di costo presenti nell'IPO tradizionale (come i costi per il road show, quelli di informativa ed i costi fissi dei consulenti finanziari e legali), che invece avremmo evitato in caso di utilizzo della SPAC.

In conclusione, credo che la logica di un'operazione di finanza straordinaria sia legata alle specifiche necessità del momento. Probabilmente, se fossi venuto a conoscenza di tale strumenti anni addietro, ne avrei fatto ricorso, considerata la felice esperienza con il fondo di private equity IMI Fondi Chiusi, che in termini di struttura e benefici post operazione, risulta essere molto simile alle SPAC”.

Il Gruppo, nella prospettiva di Industrial SpA, mostra i seguenti dati consolidati:

¹⁵⁹ Per way out si intende la fase di disinvestimento della partecipazione da parte del fondo di private equity.

Figura 4.3: Dati Consolidati Gruppo Industrial.



Fonte: elaborazione propria.

Di seguito, invece, gli *actual financial* di Seri Industrial SpA per gli anni 2013-2016 ed il *forecast* per l'anno 2017, opportunamente riclassificati con il metodo finanziario.

Al 2016, Seri Industrial fattura, a livello consolidato, poco più di 105 milioni di euro, con un *ebitda margin* del 13,8% ed un Utile Netto di 1,8 milioni di euro.

Figura 4.4: Conto Economico Riclassificato

Conto Economico €/m	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
Ricavi	104,45	102,29	120,15	105,16	124,87
Altri Ricavi					1,21
Totale Ricavi	104,45	102,29	120,15	105,16	126,08
Costi Variabili	(64,80)	(64,13)	(80,15)	(67,73)	(83,40)
Margine di Contribuzione	39,65	38,16	40,00	37,42	42,68
Contribution margin%	38,0%	37,3%	33,3%	35,6%	33,9%
Costi Fissi	(29,30)	(26,38)	(22,81)	(22,91)	(24,43)
EBITDA	10,35	11,78	17,19	14,51	18,25
EBITDA margin%	9,9%	10,1%	12,3%	13,8%	14,5%
D&A	(5,30)	(4,65)	(6,07)	(5,52)	(5,65)
EBIT	5,05	7,13	11,12	8,99	12,60
Extra/Fin Items	(2,30)	(1,81)	(2,05)	(4,21)	(1,67)
Risultato ante imposte	2,75	5,33	9,07	4,78	10,93
Tasse	(1,87)	(1,78)	(2,84)	(2,99)	(4,31)
Risultato Netto	0,88	3,55	6,23	1,79	6,63

Fonte: elaborazione propria dati di bilancio consolidato¹⁶⁰.

¹⁶⁰ <http://www.serispa.it>

Figura 4.5: Stato Patrimoniale Riclassificato

Stato Patrimoniale €/m	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
Impianti e Macchinari	83,65	70,07	74,75	75,67	78,92
Intangibili	0,29	2,42	4,22	4,82	4,06
Imm. Finanziarie	0,02	0,01	1,14	1,20	0,35
Attivo fisso	83,95	72,50	80,11	81,69	83,33
Fondi	(5,2)	(7,0)	(4,7)	(4,5)	(4,5)
Magazzino	30,90	25,70	23,41	27,31	29,58
Crediti Commerciali	35,97	45,43	31,89	27,41	34,06
Debiti Commerciali	(28,18)	(33,12)	(21,04)	(19,48)	(19,26)
Altre Attività/Passività	(11,28)	(5,91)	(10,66)	(5,90)	(5,84)
Capitale Circolante Netto	27,40	32,09	23,60	29,34	38,22
Impieghi	106,20	97,55	99,03	106,49	117,05
Leasing	1,11	0,82	0,80	1,46	1,36
Factoring	10,12	15,06			
Debito Senior	9,30	7,90	6,50	5,10	3,72
Linee a BT	13,46	16,61	17,03	19,24	18,66
Totale Debiti Finanziari	33,99	40,38	24,33	25,80	23,75
Cassa / Cash Pooling	(1,22)	(11,69)	(1,45)	(3,37)	4,98
Altre Crediti Finanziari			(0,00)	(2,49)	
Altri Crediti Non Finanziari	(0,08)				
Debiti Finanziari I/C	0,00	(5,03)	(4,37)	(5,03)	
Altri Debiti Finanziari		0,01		9,88	
Net financial position	32,68	23,68	18,51	24,79	28,72
Patrimonio Netto	73,52	73,87	80,52	81,70	88,32
Fonti	106,20	97,55	99,03	106,49	117,05

Fonte: elaborazione propria dati di bilancio consolidato.

Il rapporto *Net Financial Position/Ebitda* è pari a circa $1,7x^{161}$ ed è certamente positivo se si considera, come si vedrà nel rendiconto finanziario, l'aumento del *capex*. Stesso discorso per il *Debt to Equity*¹⁶², pari a 0,3, a dimostrazione dell'ottima patrimonializzazione del Gruppo.

In seguito il rendiconto finanziario del Gruppo, che indica un peggioramento del capitale circolante netto dovuto alla riduzione dei debiti verso fornitori e all'aumento delle rimanenze di magazzino.

¹⁶¹ Tale *ratio* è molto utilizzato nella prassi e misura la capacità dell'impresa di pagare il debito attraverso la gestione operativa. Indicativamente è pari al numero di anni che l'impresa impiegherebbe per ripagare il debito.

¹⁶² Il *Debt to Equity ratio* indica la quantità di debito, in proporzione all'ammontare di mezzi propri, che la società sta utilizzando per finanziare le proprie attività. Chiaramente, quanto più è alto l'indicatore, tanto più la società utilizza maggior debito rispetto l'*equity*.

Figura 4.6: Cash Flow Statement

Cash Flow €/m	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
EBIT	5,05	7,13	11,12	8,99	12,60
Tasse	(1,87)	(1,78)	(2,84)	(2,99)	(4,31)
D&A	5,30	4,65	6,07	5,52	5,65
Fondi	5,16	1,89	(2,36)	(0,14)	(0,04)
Flusso di cassa Reddituale	13,64	11,88	11,99	11,37	13,91
Magazzino	(30,90)	5,20	2,29	(3,90)	(2,27)
Crediti Commerciali	(35,97)	(9,46)	13,54	4,48	(6,33)
Debiti Commerciali	28,18	4,94	(12,08)	(1,57)	(0,22)
Altre Attività/Passività	11,28	(5,37)	4,75	(4,76)	(0,06)
Variazione di Capitale circolante Netto	(27,40)	(4,69)	8,50	(5,74)	(8,88)
Flusso di cassa Operativo	(13,77)	7,19	20,49	5,63	5,03
Capex	(89,26)	6,81	(13,68)	(7,10)	(7,30)
Flusso di cassa da attività d'investimento	(103,02)	14,00	6,81	(1,47)	(2,26)
(Dividend)/Aucap	72,64	(3,20)	0,41	(0,61)	
Altre Crediti Finanziari			(0,00)	(2,49)	2,49
Altri Crediti Non Finanziari	(0,08)	0,08			
Debiti Finanziari I/C	0,00	(5,03)	0,65	(0,65)	5,03
Altri Debiti Finanziari		0,01	(0,01)	9,88	(9,88)
Flusso di cassa verso Banche	(30,46)	5,87	7,86	4,66	(4,63)
Extra/Fin Items	(2,30)	(1,81)	(2,05)	(4,21)	(1,67)
Leasing	1,11	(0,29)	(0,01)	0,66	(0,10)
Factoring	10,12	4,94	(15,06)		
Debito Senior	9,30	(1,40)	(1,40)	(1,40)	(1,38)
Linee a BT	13,46	3,15	0,43	2,21	(0,57)
Cash Flow	1,22	10,46	(10,24)	1,92	(8,35)

Fonte: elaborazione propria dati di bilancio consolidato.

L'analisi di bilancio dimostra chiaramente le ottime *performance* di Seri Industrial, a dimostrazione della maturità del Gruppo e della necessità di realizzare ulteriore progetti di crescita.

KrEnergy Spa

Merita attenzione, chiaramente, ripercorrere anche la storia operativa della società *target* quotata, oggetto del conferimento in natura da parte di Industrial SpAe Imi Fondi Chiusi Sgr.

Come si è visto nel corso dell'elaborato, la società *target* ideale per un'operazione di *Reverse Takeover* è la *natural shell*, ovvero una società quotata in Borsa caratterizzata da una significativa situazione di tensione finanziaria che la rende simile, in termini di struttura, alle *shell company*, ovvero società prive di *asset* e *operation* significative.

Ripercorrendo la storia operativa di KrEnergy Spa (d'ora in poi KRE), si noterà chiaramente come essa rispecchi pienamente le caratteristiche della *natural shell*.

La società è stata fondata nel 1991 con la denominazione di PCU Italia Srl. Nel corso degli anni la denominazione è mutata più volte: nel 2001 è stata modificata in CardNet Group Spa, per poi essere nuovamente variata nel 2004, come Kaitech Spa, e nel 2008, dove in seguito alla fusione per incorporazione di Eurinvest Energia Srl, è stata assunta la denominazione sociale K.R. Energy Spa o in forma abbreviata K.R.E. Spa.

KRE è una *holding* di partecipazioni che svolge attività prevalentemente finanziaria, di controllo e di *marketing* strategico per le società facenti parte del proprio Gruppo, le cui azioni sono negoziate sul MTA dal febbraio 2001.

È doveroso segnalare che a decorrere dal mese di dicembre 2007 la società, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114, comma 5, del TUF e secondo le modalità di cui all'articolo 66 del Regolamento Emittenti, è stata inserita nella *black list* della Consob¹⁶³, per cui sarà tenuta a fornire mensilmente al mercato le seguenti informazioni: 1) la posizione finanziaria netta della società e del Gruppo, con individuazione delle componenti a breve separatamente da quelle a medio – lungo termine; 2) le posizioni debitorie scadute del Gruppo ripartite per natura e le connesse eventuali iniziative di reazione dei creditori del Gruppo; 3) i rapporti verso parti correlate della società e del Gruppo. La società è tenuta inoltre a fornire su base trimestrale nelle informative intermedie di gestione, e nelle relazioni annuali e semestrali, ulteriori informazioni in relazione all'eventuale mancato rispetto di *covenant*¹⁶⁴ ed ogni altra clausola di indebitamento che comporti una limitazione dell'utilizzo di risorse finanziarie, oltre che l'approvazione e lo stato di avanzamento dei piani di ristrutturazione e del piano industriale.

Tornando alla storia operativa di KRE, essa ha iniziato la propria attività nei settori del *card management* e, in seguito, dell'*information technology*. Nel corso dell'esercizio 2007 KRE è uscita dal settore del *card management* attraverso la cessione delle sue attività al precedente socio di riferimento e, a partire dal 2008, a seguito della già citata fusione per incorporazione di Eurinvest Energia Srl, società titolare di una serie di iniziative in fase di *start up* nel settore delle energie rinnovabili, ha iniziato a concentrare le proprie attività nel settore della produzione di energia. Nel 2008 KRE ha ceduto le partecipazioni detenute in

¹⁶³ Consob, Elenco degli emittenti assoggettati agli obblighi di diffusione di informazioni periodiche, 2011 in:

http://www.consob.it/main/emittenti/societa_quotate/informativa_periodica.html?symbblink=/main/emittenti/societa_quotate/informativa_periodica_lnk.htm

¹⁶⁴ Il *covenant* è una clausola vincolante per l'impresa verso i suoi finanziatori. In caso di mancato rispetto, il finanziamento può essere ritirato o rinegoziato in termini meno favorevoli per l'impresa.

società operanti nel settore dell'*information technology* focalizzando la propria attività di *holding* di partecipazioni in un unico settore, ossia quello dell'energia, in particolare, da fonti rinnovabili, *core business* della società al momento del *Reverse Takeover*.

Nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 KRE ha registrato perdite superiori al terzo del suo capitale sociale, e dunque dal 2010 ha intrapreso una serie di iniziative volte a reperire i mezzi finanziari necessari per migliorare la propria posizione economica e patrimoniale, nonché per consentire di compiere alcuni investimenti ritenuti necessari. Tra tali iniziative si citano la dismissione degli *asset* non ritenuti strategici, la liquidazione di alcune partecipazioni e la ricerca di un soggetto industriale interessato ad entrare nell'azionariato.

La società, nel 2011, tenuto conto della grave situazione finanziaria in cui versava, ha approvato un piano industriale che prevedeva un aumento del capitale sociale, allo scopo di migliorare la struttura finanziaria e reperire la liquidità necessaria per compiere degli investimenti strategici, come la realizzazione di 8 impianti fotovoltaici nel Mezzogiorno, e per acquisire un *player* attivo nella produzione di centrali idroelettriche. Nel corso degli anni 2012-2013, KRE ha acquisito le partecipazioni di altre società che realizzavano impianti idroelettrici ed eolici. Inoltre per rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria del Gruppo e supportare finanziariamente i piani di investimento previsti nel piano industriale 2012-2016, KRE, FISI Srl (alla data azionista di controllo di KRE), *Gem Global Yield Fund Limited* e *Gem Investment America LLC* hanno sottoscritto, nel 2012 hanno sottoscritto un contratto con il quale *Gem Global Yield Fund Limited* si è impegnata a sottoscrivere, in diverse *tranche* un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione. Tale aumento di capitale è stato eseguito parzialmente.

Nel contempo, a partire dalla fine del 2014, *Whiteridge Investment Funds SPC* è divenuta azionista di riferimento di KRE, arrivando a detenere il 22,1% del capitale sociale e nominando un consiglio di amministrazione di propria espressione. Nel dicembre 2015 il Consiglio di Amministrazione ha approvato un piano industriale per il periodo 2016-2018 che prevedeva, tra l'altro, l'acquisizione di *asset* nel settore idroelettrico, con particolare riferimento al Nord Italia, l'espansione nel settore del mini-eolico, nonché l'ingresso nel settore della distribuzione di energia elettrica e di gas naturale.

Il piano è stato poi, successivamente, dai revisori e dai sindaci, considerato improcedibile, stante la grave e conclamata crisi finanziaria.

I revisori hanno, in sede di approvazione del bilancio 2015, espresso dubbi sulla capacità

della società di garantire la continuità aziendale.

Nel corso del 2016 Rise Equity Spa (d'ora in poi Rise Equity, società riconducibile al Gruppo SERI) ha acquistato da *Whiteridge Investment Funds SPC* l'intero pacchetto detenuto dalla stessa nel capitale sociale di KRE, pari al 22,1% al fine di proporre un progetto di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale.

In seguito, un'analisi dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico al 31 dicembre 2016.

Figura 4.7: Conto Economico Riclassificato

Conto Economico €/m	2016A	2017F
Ricavi	0,38	
Altri Ricavi	1,35	0,25
Totale Ricavi	1,73	0,25
Costi di acquisto ind	(0,01)	(0,01)
Costi per servizi ind	(1,10)	(0,76)
Affitti, concessioni, leasing ind	(0,19)	(0,15)
Oneri diversi di gestione ind	(3,84)	(0,61)
Costi del personale ind	(1,04)	(0,93)
Totale costi fissi	(6,19)	(2,47)
EBITDA	(4,46)	(2,22)
EBITDA margin%	n.a.	n.a.
D&A	(7,88)	(0,03)
EBIT	(12,34)	(2,25)
Oneri finanziari netti	0,57	0,11
Risultato attività in corso di dismissione (IFRS 5)	2,37	(0,08)
Risultato ante imposte	(11,78)	(2,23)
Tasse	0,06	
Risultato Netto	(11,72)	(2,23)

Fonte: elaborazione propria dati di bilancio consolidato.

Figura 4.8: Stato Patrimoniale Riclassificato.

Stato Patrimoniale €/m	2016A	2017F
Imm. Materiali	0,06	0,04
Imm. Immateriali	0,10	0,08
Imm. Finanziarie		
Attività in corso di dismissione	49,51	41,19
Attivo fisso	49,67	41,31
Fondi	(0,5)	(0,2)
Cred. Tributari	0,23	0,20
Cred Diversi	2,53	1,69
Cred. v/IC	0,19	
Ratei e risconti netti	0,02	0,02
Totale Debiti vs Fornitori	(0,81)	(0,59)
Altri debiti	(0,32)	(0,09)
Capitale Circolante Netto	1,83	1,24
Impieghi	50,97	42,38
Passività in corso di dismissione	44,50	33,01
Cassa	(0,32)	0,56
Debiti Finanziari I/C	(7,30)	(5,66)
Posizione finanziaria Netta	36,88	27,91
Patrimonio Netto	14,10	14,47
Fonti	50,97	42,38

Fonte: elaborazione propria dati di bilancio consolidato.

4.1.1 Descrizione dell'operazione

KRE è una società quotata in evidente crisi finanziaria.

Rise Equity ne acquisisce il controllo, avendo diritto, con la partecipazione detenuta, a nominare 6 consiglieri su 7, per proporre un progetto di ristrutturazione e riorganizzazione. KRE e Industrial SpA avviano una complessa negoziazione ed il 13 aprile 2017 KRE approva, in consiglio di amministrazione, la sottoscrizione di un Accordo Quadro che prevede, tra l'altro, il conferimento della intera partecipazione, detenuta da Industrial SpA e IMI Fondi Chiusi Sgr, in SERI Industrial SpA.

L'accordo quadro prevede che il conferimento si realizzi attraverso un'operazione di aumento di capitale sociale a pagamento, in via inscindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, commi 4, primo periodo, e 6, del Codice Civile, da riservare in sottoscrizione ai Conferenti per un importo complessivo di circa 190 milioni di euro, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione, ad un prezzo unitario pari ad 0,477 Euro (*ante* raggruppamento come di seguito descritto), di circa 399 milioni di azioni KRE, le cui caratteristiche sono meglio indicate nel prosieguo, da liberarsi contestualmente e da liberare mediante: 1) il conferimento da parte di Industrial della partecipazione, pari all'88,46% del capitale sociale di Seri Industrial e 2) il conferimento da parte di IMI Fondi Chiusi SGR della partecipazione pari all'11,54% del capitale sociale di Seri Industrial.

Il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è sottoposto alla procedura di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. I Conferenti hanno nominato un esperto indipendente di comprovata professionalità incaricato di predisporre la relazione di stima ai sensi degli articoli 2343-ter, comma 2, lett. b), e 2440 del Codice Civile, in relazione alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

La società EnVent S.p.A., nel ruolo di *Financial Advisor* della Società, ha predisposto una relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni di K.R. Energy S.p.A. e Seri Industrial S.p.A. al fine di supportare il Consiglio di Amministrazione con dati, informazioni ed elementi utili nella determinazione dei rapporti di scambio e conseguentemente del numero di azioni da emettere a fronte del conferimento.

Il prezzo di emissione delle nuove Azioni Speciali di KRE risultanti dall'Aumento di Capitale in Natura è stato determinato da parte del Consiglio di Amministrazione di KRE avvalendosi del supporto di Ernst & Young S.p.A. ed EnVent S.p.A., *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata esperienza. In particolare Ernst & Young S.p.A. ha svolto

anche la funzione di consulente finanziario del Comitato OPC (Operazioni con Parti Correlate), per svolgere una stima del valore intrinseco della totalità del capitale di KrEnergy SpA.

Trattandosi di un'Operazione di *Reverse Merger*, come visto nel Capitolo 2 ed ai sensi del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana, Banca Akros agirà in qualità di *Sponsor* dell'operazione.

Essendo un'operazione di conferimento classificabile come "acquisizione inversa", ai fini contabili troverà applicazione il principio contabile IFRS3.

L'Accordo Quadro prevede, tra l'altro:

- L'Aumento di Capitale in Natura come sopra descritto;
- L'emissione di *warrant* gratuiti in favore degli azionisti di KRE, diversi dai Conferenti, alla data del Conferimento fino ad un massimo di 3 per azione e il relativo aumento di capitale a pagamento a servizio dell'esercizio dei *warrant* ai Soci Esistenti per un massimo di 50 milioni di euro;
- Un prestito ponte di massimo 3 milioni di euro in linea capitale che sarà concesso da società del gruppo Industrial, a condizioni di mercato;
- Un aumento di capitale a pagamento, in via scindibile, mediante emissione di azioni ordinarie KRE da sottoscrivere e liberare in denaro, da offrire in opzione agli azionisti della Società ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile per un massimo di 60 milioni di euro e contestuale emissione di *warrant* associati alle azioni di nuova emissione nel rapporto di 1 per azione;
- Un aumento di capitale a pagamento a servizio dell'esercizio dei *Warrant* per un massimo di 30 milioni.

Con riferimento all'Aumento di Capitale in Opzione, all'emissione dei *Warrant* ai Soci Esistenti, all'Aumento di Capitale a Servizio dei *Warrant* ai Soci Esistenti, all'emissione dei *Warrant* e all'Aumento di Capitale a Servizio dei *Warrant* il Consiglio di Amministrazione intende proporre all'Assemblea di approvare il conferimento al Consiglio di Amministrazione delle relative deleghe ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, previa modifica dello Statuto sociale.

L'Aumento di Capitale in Natura sarà eseguito mediante l'emissione di Azioni Speciali KRE, inizialmente non ammesse alla negoziazione, aventi le stesse caratteristiche delle

azioni ordinarie KRE, fatta eccezione per l'esclusione del solo diritto di opzione relativo ed esercitabile nell'ambito dell'Aumento di Capitale in Opzione.

Le Azioni Speciali sarebbero convertite in azioni ordinarie e sarebbero pertanto fungibili con quelle in circolazione a partire dal primo giorno del periodo di adesione all'Aumento di Capitale in Opzione (ossia dal primo giorno in cui le azioni ordinarie KRE tratteranno "ex-diritto" di opzione).

L'emissione gratuita dei *Warrant* ai Soci Esistenti avverrà subordinatamente all'esecuzione della delibera di Aumento di Capitale in Natura e quindi all'esecuzione del conferimento da parte delle Conferenti delle loro rispettive partecipazioni in Seri Industrial.

L'Aumento di Capitale in Natura determinerà un cambio nel controllo della società, in quanto, come meglio illustrato di seguito, l'Ing. Vittorio Civitillo, socio di controllo del Conferente, Industrial S.p.A., verrebbe a detenere, indirettamente, una partecipazione di controllo nel capitale sociale di KRE a valle dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura. Tuttavia, essendo l'Aumento di Capitale in Natura finalizzato al risanamento della situazione di crisi in cui versa la società, troverà applicazione l'IPOTESI di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 3) del Regolamento Emittenti di esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi dell'art. 106 del TUF.

In ogni caso, affinché il Conferente Industrial S.p.A. possa beneficiare di detta esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi dell'art. 106 del TUF ove l'Aumento di Capitale in Natura fosse approvato dall'Assemblea, esso dovrà essere oggetto di approvazione da parte dell'Assemblea attraverso il meccanismo del *whitewash*, analizzato nel Capitolo 2. Come visto, la relativa deliberazione dovrà essere approvata senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in Assemblea, diversi dal soggetto che acquisisce il controllo, ovvero dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purché superiore al 10 %.

L'Aumento di Capitale in Natura si configura per KRE come un'operazione con una parte correlata di maggiore rilevanza ai sensi del "Regolamento Operazioni con Parti Correlate", adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010¹⁶⁵ e della "Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate" approvata dal Consiglio di

¹⁶⁵ www.consob.it

Amministrazione di KRE in data 25 novembre 2010.

L'Aumento di Capitale in Natura e, in particolare, l'atto di conferimento della partecipazione nel capitale sociale di Seri Industrial detenuta da Industrial è stato assoggettato alla Procedura OPC.

Ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC tale operazione è qualificabile di maggiore rilevanza, poiché tutti gli indici applicabili risultano superiori alla soglia del 5%¹⁶⁶.

Al riguardo si precisa che:

- L'Ing. Vittorio Civitillo è il socio di maggioranza relativa di Industrial;
- Industrial è titolare dell'88,46% del capitale di Seri Industrial e ne detiene il controllo congiunto unitamente a IMI;
- L'Ing. Vittorio Civitillo, tramite Seri S.p.A. di cui possiede il 50,4% del capitale, controlla Rise Equity S.p.A. (d'ora in poi "Rise Equity") essendo titolare di una partecipazione pari al 70% del capitale, e
- In data 1° giugno 2016 Rise Equity ha acquistato da Whiteridge Investment Funds SPC l'intera partecipazione posseduta da quest'ultima in KRE, pari a n. 7.312.415 azioni ordinarie, rappresentative del 22,1% del capitale.

In seguito al perfezionamento dell'operazione di conferimento da realizzarsi mediante l'Aumento di Capitale in Natura, è prevedibile che Industrial verrà a detenere una quota rilevante nel capitale sociale della società KrEnergy e l'Ing. Vittorio Civitillo deterrà indirettamente, per il tramite di Industrial e Rise Equity, il controllo su KRE ai sensi dell'art 93 del TUF e ai sensi dell'art 2359 cod. civ..

Il Comitato, composto da tre amministratori indipendenti e non correlati, chiamato ad esprimere il proprio parere con riferimento a tale tipologia di operazione come previsto nella Procedura OPC, informato delle operazioni sopra descritte, è stato coinvolto nella fase di istruttoria delle stesse attraverso la ricezione di un flusso di informazioni tempestivo ed adeguato. Tale Comitato ha rilasciato parere favorevole sull'Accordo Quadro e sull'Aumento di Capitale in natura autorizzando il Consiglio di Amministrazione a dar corso alla sottoscrizione del predetto Accordo.

Il parere in oggetto verrà allegato al documento informativo che sarà predisposto dalla società ai sensi dell'art. 4, comma 1 lett. a) del Regolamento OPC e della Procedura OPC.

166 Come evidenziato dal Regolamento Emittenti.

In pari data il consiglio di amministrazione approva i risultati al 31.12.2016 che confermano lo stato di crisi conclamata di KRE. All'esito degli *impairment test*¹⁶⁷ sul valore delle partecipazioni si registra una perdita di circa 10 milioni, che sommata alle perdite a nuovo per circa 28 milioni, riduce di 38 milioni il patrimonio netto, determinando la fattispecie prevista dall'art. 2446 del codice civile.

La società di revisione il 28.04.2017 conferma il richiamo di informativa in relazione alla capacità di KRE di operare nel presupposto della continuità aziendale.

Infine il 25.05.2017 l'assemblea, convocata in parte ordinaria per l'approvazione del bilancio ed in parte straordinaria per approvare l'operazione di conferimento,:

approva il bilancio di esercizio al 31.12.2016 ed in riferimento alla coperture delle perdite cumulate per 38 milioni rimanda alla parte straordinaria, confermando che in assenza del conferimento la società non è in grado di garantire la continuità aziendale;

approva con lievi modifiche la proposta del consiglio di amministrazione.

In esecuzione dell'accordo quadro del 21.04.2017 e della delibera di assemblea del 25.05.2017 in data 29.06.2017 viene eseguito il conferimento.

Al fine di convertire le azioni speciali del conferente in azioni ordinarie e di proporre sul mercato sia l'aumento di capitale in denaro che i warrant, in data 14.09.2017 è stato depositato in Consob e Borsa Italiana SpA il prospetto informativo relativo all'offerta in opzione e all'ammissione a quotazione di azioni ordinarie e warrant di KRE.

Dalla data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro, 21 Aprile 2017, alla data di esecuzione del conferimento, 29 Giugno 2017, sono trascorsi appena due mesi. Ovvero SERI Industrial, in due mesi dalla sottoscrizione dell'accordo quadro, è partecipata dalla quotata. Industrial, ove il Prospetto Informativo sia approvato nei termini normativi, deterrà i titoli quotati a partire dal mese di Novembre, ovvero cinque mesi dopo la sottoscrizione dell'accordo.

Una conferma che l'operazione di *Reverse Takeover* è molto più rapida di una IPO classica

¹⁶⁷ Come evidenziato da Borsa Italiana – *Glossario*, 2011, “L’*impairment test* verifica che le attività in bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello effettivamente recuperabile. La stima del valore recuperabile delle attività iscritte in bilancio è definita sul maggiore tra il valore d’uso (*value in use*) e il *fair value* meno i costi di vendita, come previsto dal principio contabile internazionale IAS 36”

ed è fondamentale nelle operazioni di salvataggio delle aziende in crisi quotate.

Una volta approvato il Prospetto Informativo si proporrà l'aumento di capitale al mercato.

In tal caso, non vi sono molte differenze rispetto ad una IPO tradizionale, poiché l'operazione presenta le stesse caratteristiche, come la predisposizione dell'*Analyst Presentation*, l'organizzazione del *roadshow*, ecc.

4.2 Analisi dei rendimenti delle SPAC in Italia

A tal punto occorre osservare l'andamento delle SPAC, in modo da comprendere la situazione attuale del fenomeno e le ripercussioni sul mercato e le società *target*. È doveroso puntualizzare che il campione oggetto dell'esame è di dimensioni ancora ridotte. Al momento vi sono, relativamente, poche SPAC quotate in Borsa e soprattutto il numero di *business combination* attuate è ancora piuttosto basso per fornire dei dati pienamente attendibili.

Dal punto di vista delle *performance* le SPAC, come tutti gli strumenti finanziari di crescita, mostrano risultati variegati. Se si considera il mercato delle SPAC in Italia, ad oggi vale circa 2,5 miliardi di euro in capitalizzazione di mercato¹⁶⁸. Ad oggi le SPAC quotate sono le seguenti:

Figura 4.9: Le SPAC Italiane quotate in Borsa

Nome	Data di quotazione	Mercato	Capitale raccolto	Target Company	Quotazione Target	Quotazione attuale target
Italy Investment SA	2011	MIV	150	IVS S.p.A.	2012	MTA
Made in Italy 1 S.p.A.	2011	AIM	50	Sesa S.p.A.	2013	STAR
Ipo Challenger	/	Private Bond	52	Italian Wine Brands S.p.A.	2015	AIM
Industrial Stars of Italy	2013	AIM	50	Lu-ve S.p.A.	2015	MTA
Space	2014	MIV	130	Fila S.p.A.	2015	STAR
GreenItaly 1 S.p.A.	2014	AIM	35	Zephyro S.p.A.	2015	AIM
Capital for Progress 1	2015	AIM	51	GPI	2016	AIM
Glenalta Food	2015	AIM	80	Gruppo Orsero	2017	AIM
Space 2	2015	MIV	155,1	Avio S.p.A.	2017	STAR
Industrial Stars of Italy 2	2016	AIM	50,5	SIT Group	2017	AIM
Innova Italy 1	2016	AIM	100	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Ipo Club	2017	Closed-end fund	120	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Crescita	2017	AIM	130	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Space 3	2017	MIV	152,8	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Capital for Progress 2	2017	AIM	65	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Glenalta	2017	AIM	98	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Sprint Italy	2017	AIM	150	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/

Fonte: elaborazione propria.

¹⁶⁸ Come si evince in Rapporto Cerved, "Mercato delle Special Purpose Acquisition Company in Italia", 2017.

Si nota chiaramente un sostanziale aumento delle SPAC quotate tra il 2016 e il 2017, a dimostrazione del sempre più largo consenso di questi strumenti finanziari di crescita sui mercati. Se non si considerano le due forme particolari di SPAC, IPO Challenger e IPO Club (che si analizzeranno in seguito), la raccolta media di capitale è di poco inferiore ai 100 milioni di euro, con notevoli differenze in base al mercato di quotazione. Nel mercato regolamentato, il MIV, è di circa 150 milioni di euro, contro una raccolta media di circa 50 milioni di euro nel mercato AIM. Tale aspetto deriva dalle differenti caratteristiche delle società *target* ricercate. Infatti, il mercato AIM accoglie imprese di minori dimensioni rispetto il mercato regolamentato e, dunque, il valore finanziario risulta essere chiaramente inferiore.

Ulteriore aspetto meritevole di analisi è che la quasi totalità dei capitali raccolti (da un minimo del 97% ad un massimo del 100%) è stata segregata nell'*escrow account*, a dimostrazione della tutela di cui godono gli investitori della SPAC. Tutte le società, inoltre, hanno offerto le *unit* ad un prezzo di 10 euro, mentre lo *strike price* dei *warrant* si è attestato su una media di 9,50 euro.

Quasi tutte le società hanno previsto un periodo di *lock-up* per i promotori di 12 mesi dalla *business combination*, ad eccezione degli *sponsor* di Made in Italy 1 e Glenalta Food, per i quali vi è un vincolo di 18 mesi¹⁶⁹. Inoltre il *commitment* iniziale dei promotori in merito all'investimento nella *target*, si aggira intorno ad un valore medio del 2,5% dell'investimento totale (con picchi del 3,3%), percentuale più elevata rispetto a quella presente nel mercato statunitense¹⁷⁰, a dimostrazione del profondo impegno da parte degli *sponsor*. In ultimo è interessante osservare le tempistiche previste di completamento della *business combination*, oltre che il passaggio di tempo intercorrente tra la quotazione della SPAC e l'annuncio della *business combination*. Se si considerano le 9 SPAC che sino ad oggi hanno realizzato la *business combination*, il tempo medio intercorrente tra IPO ed annuncio è pari a circa 500 giorni, ovvero circa 18 mesi, in piena conformità con i vincoli presenti in normativa.

Come detto, esistono due tipologie di SPAC: 1) le generaliste, la cui *investment policy* non è indirizzata verso un settore specifico; 2) le specialiste, in cui la ricerca della *target* è

169 www.borsaitaliana.it

170 Come già detto, la percentuale solitamente si aggira intorno all'1,5-2%.

mirata in specifiche *industry*. Ad eccezione di GreenItaly 1, focalizzata sul settore della *Green Economy*, e di Glenalta Food¹⁷¹, alla ricerca di una *target* attiva nel *Food and Beverage* e *Consumer & Retail*, le altre SPAC seguono una politica di investimento generalista, ovvero priva di particolari vincoli settoriali nella ricerca della *target*.

E' interessante analizzare brevemente due tipologie di SPAC molto particolari:

- IPO Challenger: è diversa da una tradizionale SPAC perché subordina il momento della quotazione all'effettiva approvazione della *business combination* da parte degli investitori in assemblea. In tal modo è la stessa società *target* a richiedere l'ammissione in borsa, e la sottoscrizione delle azioni sarà riservata agli investitori di IPO Challenger che approvano la *business combination*, oltre che alle altre parti coinvolte nell'accordo (promotori e azionisti preesistenti della *target*). La raccolta di capitale presso gli investitori istituzionali non avviene quindi tramite l'organizzazione di un'IPO, ma attraverso l'emissione di un *private bond*. La struttura di tale *bond* permette di gestire l'operazione come quella tradizionale, in quanto solitamente il prestito obbligazionario ha una durata di 12 mesi e la totalità dei fondi sono depositati su un *trust*. Chiaramente il *bond* contiene l'opzione *put* che permette di liquidare l'investimento. Il processo di approvazione della *business combination* è lo stesso della SPAC tradizionale e prevede la possibilità per i soci assenzienti di esercitare l'opzione di rimborso in natura, ricevendo le azioni e i *warrant* della *target*, mentre per i soci dissenzienti possono ottenere il rimborso in denaro esercitando il diritto di recesso.
- IPO Club: altro esempio particolare è il fondo chiuso¹⁷² promosso da Azimut ed Electa, sulla scia di IPO Challenger. Tale fondo è specializzato nell'attività di investimento per le società di *pre-booking* e le SPAC già esistenti, a patto che operino in un mercato non regolamentato.

Tra Agosto e Settembre 2017 altre due SPAC si uniranno al folto gruppo di veicoli di investimento già presenti nel contesto italiano. Saranno EPS, che ha già raccolto circa 150

171 I promotori di Glenalta Food hanno promosso una nuova SPAC, Glenalta, di tipo generalista.

172 Secondo quanto stabilito dal TUIF, sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato. I fondi chiusi devono il loro nome al fatto che l'entrata e l'uscita dei partecipanti non può avvenire con discrezionalità; la sottoscrizione può avvenire nell'ambito di una o più emissioni, a date prefissate e di importo massimo predeterminato, mentre il rimborso può avvenire unicamente a scadenza

milioni di euro per la quotazione sull'AIM, e Spactiv, anch'essa diretta verso l'AIM. Inoltre, nel breve periodo, sarà ufficializzata una nuova *business combination*, tra Aquafil e SPACE 3.

Altra analisi interessante è la valutazione dello stato di salute e delle prestazioni economico-finanziarie delle società *target* quotate in Borsa tramite SPAC. In termini di redditività solo quattro *target* su dieci presentano un Ebitda inferiore al 10%, mentre eccellenti sono le prestazioni di IVS S.p.A. e Fila S.p.A. che si attestano a livelli superiori al 15%. Per quanto concerne i livelli di fatturato e PFN, quest'ultima risulta molto alta in quasi tutte le società *target*, ma con livelli di fatturato quasi sempre in crescita e, ove in diminuzione, giustificati da una rifocalizzazione strategica del *business*. In seguito una tabella riassuntiva dei *financials* delle imprese *target*.

Figura 4.10 : lo stato di salute delle SPAC italiane.

SPAC	Target	Fatturato '15	Fatturato '16	Ebitda Margin '15	Ebitda Margin '16	PFN '16	Market Cap.
Italy Investment SA	IVS S.p.A.	347,7 M€	362,3 M€	22,08%	22,72%	225,6 M€	515,35 M€ al 10-9-17
Made in Italy 1 S.p.A.	Sesa S.p.A.	1223,5 M€	937,7 M€	4,28%	4,48%	28,7 M€	377,91 M€ al 10-9-17
Ipo Challenger	Italian Wine Brands S.p.A.	144,82 M€	145,94 M€	9,23%	7,76%	11,32 M€	75,4 M€ al 10-9-17
Industrial Stars of Italy	Lu-ve S.p.A.	209,1 M€	248,3 M€	12,53%	13,29%	30,2 M€	284,6 M€ al 10-9-17
Space	Fila S.p.A.	275,3 M€	422,6 M€	17,29%	15,90%	223,4 M€	648,73 M€ al 10-9-17
GreenItaly 1 S.p.A.	Zephyro S.p.A.	102 M€	94,6 M€	12,45%	10,36%	(7,9 M€)	63,68 M€ al 10-9-17
Capital for Progress 1	GPI	89,4 M€	131,2 M€	8,95%	15,32%	9,9 M€	175 M€ al 10-9-17
Glenalta Food	Gruppo Orsero	617,4 M€	685 M€	4,57%	5,14%	49,1 M€	183,3 M€ al 10-9-17
Space 2	Avio S.p.A.	257,4 M€	292 M€	13,79%	12,50%	18,6 M€	313,97 M€ al 10-9-17
Industrial Stars of Italy 2	SIT Group	264,7 M€	288,1 M€	13,34%	15,56%	138,2 M€	275,04 M€ al 10-9-17

Fonte: elaborazione propria.

Ai fini dell'analisi dell'impatto sulla società *target*, è utile analizzare l'andamento del prezzo per azione sul mercato borsistico, da parte della società post *business combination*, comparandolo con quello al momento dell'annuncio dell'operazione. Si descriveranno i casi di 6 società *target* quotate tramite SPAC, poiché le restanti quattro sono entrate in Borsa nel 2017 e, dunque, l'analisi risulterebbe inefficace.

Una prima osservazione in merito alle *performance* azionarie delle SPAC riguarda certamente l'andamento del titolo al momento dell'annuncio della *business combination*. Come già detto, la SPAC, tramite l'analisi degli effetti dell'annuncio, può intuire la reazione del mercato all'operazione.

Figura 4.11: Analisi del prezzo per azione

	Prezzo Azione IPO	Prezzo Azione Annuncio	Prezzo Azione Business Comb.
Italy 1 Investment / IVS Group	9,41 €	9,71 €	10 €
Made in Italy 1 / Sesa SpA	9,45 €	9,70 €	10,24 €
Space / Fila SpA	9,68 €	7,82 €	9,80 €
Industrial Stars of Italy / Luve SpA	10,12 €	9,85 €	10,98 €
GreenItaly 1 / Zephyro SpA	9,72 €	9,04 €	9,50 €
Glenalta Food / Gruppo Orsero	10,15 €	9,88 €	10,22 €

Fonte: elaborazione propria da dati forniti da Borsa Italiana: www.borsaitaliana.it

Come si può intuire dalla Figura 4.11, le reazioni variano a seconda dei casi specifici.

Italy 1 Investment e Made in Italy 1 sono gli unici casi in cui vi è un apprezzamento del valore dei titoli in seguito all'annuncio. A dimostrazione del fatto che il mercato stesse valutando correttamente la bontà dell'operazione, si può notare che tale apprezzamento è proseguito anche al momento della *business combination*. Gli altri titoli, invece, hanno mostrato un leggero deprezzamento in fase di annuncio dell'operazione, tuttavia, ad eccezione di GreenItaly 1, i titoli hanno ripreso a salire ed hanno segnato un apprezzamento al momento della *business combination*.

Tale analisi è rilevante anche per gli imprenditori delle società *target*, non solo per le SPAC. Infatti, le società in cui hanno investito Made in Italy 1 ed Italy 1 Investment, ovvero, rispettivamente, SeSa SpA e IVS Group, hanno entrambe mostrato grande crescita negli anni successivi la *business combination*. Come visto in precedenza, ad oggi SeSa SpA è quotata sul segmento STAR del mercato regolamentato, mentre IVS è sull'MTA, a dimostrazione che la valutazione effettuata dal mercato fosse stata pienamente coerente con la futura crescita delle società.

Questa analisi mostra un concreto vantaggio delle SPAC rispetto le operazioni di *Reverse Takeover*, oltre che, chiaramente, rispetto l'IPO tradizionale. Infatti, le società *target*, oggetto di investimento da parte delle SPAC, possono fare affidamento ad una base di mercato, sin dal primo giorno di quotazione. Tale base di mercato è rappresentata dai prezzi per azione segnati dalla SPAC nei mesi precedenti la *business combination* e, soprattutto, dal valore riconosciuto dal mercato in fase di annuncio. Nelle operazioni di *Reverse Takeover*, non vi è *market support*, in quanto la *natural shell*, essendo in una situazione di crisi finanziaria, presenta scarsa liquidità.

CONCLUSIONE

L'obiettivo principale di questo elaborato è stato quello di analizzare le peculiarità dei due strumenti alternativi di accesso in Borsa rispetto l'IPO tradizionale. Dall'analisi delle caratteristiche dell'*Initial Public Offering*, si è chiaramente rilevato quanto importante sia per le società italiane ricorrere al mercato dei capitali, nonostante le numerose difficoltà presenti sia in fase di IPO sia dopo aver acquisito lo *status* di quotata.

Attraverso questo lavoro si è cercato, dunque, di mettere in evidenza i principali vantaggi delle operazioni di *Reverse Merger* rispetto l'IPO tradizionale. È doveroso puntualizzare, che l'attuale campione di SPAC e *reverse Takeover* a disposizione non permette un'analisi accurata e bisognerà, pertanto, attendere lo sviluppo e l'introduzione di altre iniziative di questo tipo per osservare pienamente le potenzialità di tali strumenti.

Dai risultati derivanti dall'analisi delle SPAC, oltre che dallo studio del caso di *Reverse IPO* di Seri Industrial - KRE, sono emerse, a mio avviso, delle caratteristiche che renderebbero conveniente l'utilizzo di questi strumenti alternativi di quotazione.

In sintesi i vantaggi più importanti sono:

- Maggiore rapidità, dovuta al coinvolgimento di un numero inferiore di attori rispetto l'IPO tradizionale e alla richiesta di minore documentazione in sede di emissione.
- Minori costi legati all'operazione, sia in termini di *disclosure* sia in termini di minori costi fissi legati alla remunerazione dei vari attori coinvolti nell'operazione, oltre che una minore diluzione per l'imprenditore.
- Maggiore certezza dell'operazione, sia in termini di successo della quotazione, sia in termini di *pricing*, grazie ai meccanismi di negoziazione privata tra le due società coinvolte.

Chiaramente occorre anche sintetizzare le principali differenze, nella prospettiva dell'imprenditore, intercorrenti tra la quotazione in Borsa tramite SPAC ed il *Reverse Takeover*. Come si è visto nel corso dell'elaborato, vi sono alcune differenziazioni fondamentali che comportano degli specifici benefici per ciascuno strumento.

La SPAC sembrerebbe essere relativamente più costosa per l'imprenditore, rispetto al *Reverse Takeover*, a causa delle azioni e dei *warrant* assegnati ad investitori e promotori. Tuttavia, il *Reverse Takeover* non apporta un afflusso diretto di liquidità, pertanto la società risultante dalla fusione inversa dovrà realizzare, poi, un aumento di capitale a pagamento. L'impresa, in tal caso, dovrà affrontare un processo molto simile a quello dell'IPO tradizionale, dovendo sottostare a numerosi obblighi informativi e affidandosi alle banche *sponsor*.

Inoltre, nella SPAC la società *target* si ritrova quotata sul mercato AIM. Nel corso dell'elaborato si è visto che tale mercato presenta numerose limitazioni in termini di liquidità e visibilità ed è, pertanto, considerato come una sorta di "trampolino di lancio" per il mercato principale. All'opposto, il *Reverse Takeover* può essere realizzato sia sull'AIM sia sull'MTA.

Vantaggio comune tra i due strumenti è il superiore grado di certezza dell'operazione rispetto alla quotazione tradizionale. Il *Reverse Takeover*, sotto alcuni aspetti, è ancor più certo, poiché la società non quotata ha la piena facoltà di indirizzare l'operazione secondo le proprie necessità. Nella SPAC, invece, vi è un ulteriore attore, ovvero l'investitore, che potrebbe rigettare l'IPOtesi di *business combination*, comportando un reperimento minore di risorse o, nel peggiore dei casi, l'annullamento dell'operazione.

Il *Reverse Takeover*, come visto nell'analisi del caso, presenta delle problematiche di *bad reputation* della società *target* quotata (la *natural shell*), oltre che la necessità, da parte della società acquirente, di possedere determinate *skill* di *turnaround management*. Nel caso esaminato, Seri Industrial ha acquisito una società fortemente indebitata, con una pessima reputazione sui mercati finanziari dovuta all'inclusione nella *black list* della Consob ed un significativo bisogno di attuare un profondo piano di risanamento. Il processo di acquisizione è stato guidato dalle solide competenze di *turnaround management* di Seri Industrial, grazie alle numerose acquisizioni in procedura concorsuale realizzate negli anni precedenti. Tale aspetto sembrerebbe limitare il ricorrere a tali operazioni, nel caso in cui non si possedessero determinate *skill*.

Nel caso delle SPAC, invece, la società *target* è supportata anche nella fase di post quotazione, grazie al prestigioso *track record* dei promotori. Ciò comporta anche minori difficoltà a mantenere un costante *market support post business combination*, aspetto non certo nel caso del *Reverse Takeover*, in cui il mercato avrà diverse variabili negative da

prendere in considerazione. Inoltre, a fronte della cessione di una partecipazione di minoranza, lo strumento garantisce un elevato ammontare di liquidità, senza comportare costi fissi.

Appurate le varie differenze, un punto di contatto tra le due fattispecie deriva sicuramente dalla volontà dell'imprenditore di apportare liquidità alla propria società, piuttosto che monetizzare l'investimento tramite la cessione della propria partecipazione, come avviene spesso nei casi di *Initial Public Offering*. In entrambi i casi, infatti, si tratta di un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione, in cui viene realizzato un aumento di capitale a totale beneficio della società e dei propri piani di sviluppo. Tale aspetto si è notato anche nell'analisi del caso di *Reverse Takeover*, in cui il rationale strategico dell'operazione è legato allo sviluppo del Progetto Lito.

In conclusione, i due strumenti analizzati sembrerebbero apportare dei vantaggi rispetto l'IPO tradizionale.

Nonostante ciò, le SPAC e le operazioni di *Reverse Takeover* potrebbero non risolvere la cronica assenza di IPO nei listini di Borsa Italiana. Le motivazioni di tale fenomeno sono, a mio avviso, dovute principalmente a due motivazioni: 1) scarsa propensione all'*equity* da parte degli imprenditori, causata dal timore di perdere il controllo della propria società e sottostare a stringenti regolamentazioni; 2) scarso sviluppo del mercato AIM.

L'ultimo aspetto è superabile attraverso la diffusione di investitori istituzionali specializzati nel segmento *small medium cap*, i quali renderebbero il mercato AIM più liquido e visibile.

La diffusione di questi strumenti alternativi di quotazione darà certamente il proprio contributo al superamento di tali problematiche, ma il protagonista del cambiamento resta comunque la figura dell'imprenditore. Quest'ultimo se vorrà quotarsi in Borsa, dovrà certamente operare un cambiamento drastico all'interno della propria struttura organizzativa, allo scopo di sfruttare i numerosi benefici che lo *status* di quotata comporta. Tale cambiamento riguarda soprattutto un miglioramento dei sistemi di *corporate governance*, dei sistemi interni di controllo di gestione e delle politiche di comunicazione esterna. Se non venisse realizzata questa rivoluzione mentale, gli sforzi per accedere al

mercato borsistico risulterebbero comunque vani ed il problema della sottocapitalizzazione rimarrebbe irrisolto.

BIBLIOGRAFIA

Adjei, F., Cyree, K. B. and Walker, M. M., “*The determinants and survival of Reverse Mergers vs IPOs*”, Journal of Economics and Finance Vol.32, 2008, pp.176–194.

Allen F., Faulhaber G.R. (1989). “*Signalling by Underpricing in the IPO Market*”, Journal of Financial Economics, 23, pp. 303- 323.

Angiola, N., Taliento, M., Trimigno, M., “*IPO e Family Business: Analisi economico-aziendale del going public nella prospettiva di governo delle imprese familiari*”, Franco Angeli, 2013.

Arlotta, C., Bertoletti, F., Calvani, C. et al. “*La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo*”, Franco Angeli, 2014.

Baron D.P., Holmstrom B., “*The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem*”, Journal of Finance, 1980, pp. 1115-1138.

Bianchi, L.A., “*Corporate Governance. Considerazioni introduttive*”, Rivista delle società n.41, 1996, p.401.

Booth J.R., Chua L. (1996). “*Ownership Dispersion, Costly information and IPO Underpricing*”, Journal of Financial Economics, 41, pp 291-310.

Borsa Italiana, “*Guida alla valutazione*”, 2004.

Borsa Italiana, “*I mercati degli Investment Vehicles gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIMFD*”, 18 Ottobre 2014.

Botosan, C. A., Plumlee, M. A., “*A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital*”. *Journal of accounting research*, 2002 , pp. 21-40.

Boyer, C. M., Glenn Baigent. G. "SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices" *The Journal of Private Equity* 11.3, 2008, pp. 8-15.

Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H., “*Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms*”, *Journal of financial Economics*, 1988, pp. 3-40.

Brau, J.C., Fawcett, S.E., “*Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory and managerial implications*”, *Journal of Applied Corporate Finance* Vol.18, 2006, p.107.

Brealey, R.A., Myers, S.C. et al., “*Principi di finanza aziendale*”, Mc Graw Hill, 2014, pp.725-730.

Campobasso, M., *Diritto delle società*, UTET Giuridica, 2014.

Caprio, L., “*Valore dell’impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche di acquisto: un’analisi economica*”, *Finanza e mercati* n.43, 1992, pp.39-83.

Carlotti, M., “*Postfazione*” in Fumagalli, M., “*Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*”, Egea, 2014.

Carpentier, C., Cumming, D., Suret, J. M., “*The value of capital market regulation: IPOs versus Reverse Mergers*”. *Journal of Empirical Legal Studies*, 2012, pp. 56-91.

Chemmanur, T.J., Fulghieri, P., “*A theory of the going public decision*”, *Review of financial studies* 12, 1999, pp. 249-280.

Consob, “*Casi di esenzione dall’applicazione della disciplina dell’OPA obbligatoria*”, 2010, pp. 6-7.

Datar *et al.*, “*Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs*”, Banking and Finance Review North America, Giugno 2012.

Devecchi, C. *et al.*, “*Dinamiche di sviluppo ed internazionalizzazione del family business*”, Il Mulino, 2008, p.188.

EVCA, “*2016 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*”, 2017.

Fama, E. F., “*Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*”, Journal of financial economics Vol.49, 1998, pp. 283-306.

Fazzini, M., *Due Diligence*, IPSOA, 2015.

Feldman, D.N., “*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*”, Bloomberg Press New York, 2009.

Floros, I.V., Sapp, T., “*Shell games: on the value of Shell Companies*”, Journal of Corporate Finance Vol.11, 2011, pp. 26 e ss.

Fumagalli, M., “*Lo sviluppo delle SPAC in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*”, Egea, 2014.

Gagliardi, G., “*Le SPAC approdano in Italia*”, Amministrazione & Finanza, Ottobre 2011, pp. 61-68.

Gervasoni, A., *Come finanziare l’impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerini Next, 2014.

Gervasoni, A., Sattin, F., *“Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”*, GueriniNext, 2015.

Giudici, G., *“Emissione di Titoli e aumenti di capitale: Chapter 15”* da Brealey, R.A., Myers, S.C., *“Principi di Finanza Aziendale”*, McGraw Hill, 2015, p.274

Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins, R. A., *“Backing into being public: an exploratory analysis of Reverse Takeovers”*, Journal of Corporate Finance, 2005, pp. 54-79.

Hale, L.M., *“SPAC: A Financing Tool with Something for everyone”*, Journal of Corporate Accounting & Finance, 2007, pp. 67-74.

Heyman, D., *“From Blank Check to SPAC: the Regulator’s Response to Market, and the Market Response to Regulation”*, Entrepreneurial Business Law Journal, 2007, pp.531-552.

Holmstrom B., Tirole J., *“Market liquidity and performance monitoring”*, Journal of Political Economy 101, 1993, pp. 678- 709.

Iosio, C., *“IPO per le PMI Italiane”*, IPSOA, 2011.

Jegadeesh, N., Titman, S. *“Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency.”* The Journal of finance, 1993, pp. 65-91.

Jenkinson, T., Sousa, M., *“Why SPAC Investors Should Listen to the Market”*, Journal of Applied Finance Vol. 21 nr.2, Novembre 2015.

Jog, V. M., Sun, C., *“Blank check IPOs: a home run for management”*, Eric Sprott School of Business Carleton University, 2007.

Lakicevic, M., Vulanovic, M., “*A story on SPACs*”, *Managerial Finance* Vol.39, Novembre 2011.

Lakicevic, M., Vulanovic, M., “*The role of warrants in shelf offerings*”, *Montenegrin Journal of Economics* VII, 2011, pp-72-79.

Lambiase, A., “*La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*”, Franco Angeli, 2016.

Levis, M., Vismara, S., “*Handbook of research on IPOs*”, Edward Elgar Publishing, 2013.

Lewellen, S., “*SPACs as an Asset Class*”, Yale University, Marzo 2009.

Makamson, E. L., “*The Reverse Takeover: implications for strategy*”, *Academy of Strategic Management Journal*, 2010, pp.111-126.

Maksimovic, V., Pichler, P., “*Technological innovation and Initial Public Offerings*”, *Review of Financial Studies* 14, 2001, pp. 459-494.

Manne, H. G., “*Mergers and the Market for Corporate Control*”, *Journal of Political Economy* Vol. 110, 1965.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., “*Why do companies go Public? An empirical analysis*”, *The Journal of Finance*, 1998, pp. 7-12.

Parolini, C., “*Business Planning. Dall’idea al progetto imprenditoriale*”, Pearson, 2011.

Rapporto Cerved, “*Mercato delle Special Purpose Acquisition Company in Italia*”, 2017

Riemer, D.S., “*Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux*”, *Wash. UL Rev.*, 85, 931, 2007

Rigamonti, S., *“Nuove quotazioni alla borsa italiana: separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria”*, Franco Angeli, 2005, p.143.

Ritter J. R. ,Welch I. A., *“Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”*, The Journal of Finance, Vol.4, 2002, pp. 1795-1828.

Rodrigues, U., Stegemoller, M., *“Exit, Voice and Reputation: The Evolution of SPACs”*, UGA Legal Studies Research Paper, nr.11-12, Ottobre 2011.

Sjostrom Jr, W. K., *“The truth about Reverse Mergers”*, Entrepreneurial Bus. LJ, 2007.

Thomson Reuters, *“Global Investment Banking Review”*, Luglio 2016, pp.4-9.

Vulpiani, M., *“Special cases of business valuation”*, Mc Graw-Hill, 2014.

Zucchi, P., *“IPO: il percorso verso la quotazione in Borsa”*, Report EY, 2015.

SITOGRAFIA

www.ec.europa.eu/horizon2020

www.indstars.it

www.innovaitaly1.it

www.spaceholding.it

www.glenaltafood.com

www.ilsole24ore.com

www.milanofinanza.it

www.morningstar.co.uk

www.consob.it

www.investopedia.com

www.borsaitaliana.it

www.sviluppoeconomico.gov.it

www.serispa.it

www.AIM-italia.it

www.krenergy.it

www.londonstockexchange.com

www.imiinvestimenti.it

www.sec.gov



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

Reverse Merger: alternative alla quotazione tradizionale. Un'analisi comparata dei benefici, delle criticità e dell'esperienza di mercato.

SINTESI

RELATORE

Chiar.mo Prof. Alessandro Pansa

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Vittorio Vecchione

CANDIDATO

Marco Civitillo

Matr. 677101

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INTRODUZIONE

Il sistema finanziario italiano si contraddistingue per la centralità delle banche, in cui gran parte delle imprese ricorre al capitale di debito per finanziare i propri piani di sviluppo. In seguito alla crisi finanziaria del 2008, e dopo la successiva *credit crunch*, gli istituti di credito sono stati sempre più riluttanti nel concedere finanziamenti vantaggiosi alle imprese, rendendo sempre più complesso per le aziende reperire la liquidità necessaria per attuare i propri piani di sviluppo.

Un'azienda è in grado di reperire liquidità, senza ricorrere al capitale di debito, attraverso due strumenti: 1) Investimento nel capitale di rischio da parte di un operatore di *private equity*. Tale settore è ancora sottosviluppato in Italia o quantomeno non allineato con gli standard europei; 2) Quotazione in Borsa tramite un *Initial Public Offering*. A differenza del *private equity*, la quotazione garantirebbe maggiore liquidità visibilità e liquidità all'emittente. Tuttavia, le operazioni di IPO sono ostacolate dal *modus operandi* del tessuto imprenditoriale italiano, altamente focalizzato sul ruolo della famiglia fondatrice e poco propenso all'allargamento della base azionaria. A fine 2016 il mercato delle IPO in Italia ha raggiunto una dimensione, in termini di capitalizzazione di mercato, pari a 524,4 miliardi di euro, con 387 società ufficialmente quotate ed una raccolta di circa 1,4 miliardi di euro. Tali dati se comparati con le *performance* del mercato anglosassone, rispecchiano una situazione tutt'altro che rosea per il mercato delle IPO.

Per tali motivi si stanno diffondendo sempre più strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali, che permettono una quotazione in Borsa con più velocità e certezza, minor costi e maggiori possibilità di mantenimento della quota di controllo. Questi strumenti sono collegati al Processo di *Reverse Merger*, tema, ad oggi, ancora inesplorato. Per questi motivi è maturata la decisione di analizzare il fenomeno del *Reverse Merger*.

I primi due capitoli verteranno, rispettivamente, su un'analisi della procedura di IPO e sulla descrizione degli strumenti alternativi di quotazione, ovvero la quotazione tramite SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) e *Reverse Takeover*. Nel terzo, si eseguirà una comparazione tra i due strumenti, mentre nel quarto ed ultimo capitolo, verranno analizzate le caratteristiche e l'andamento delle SPAC in Italia ed un recente caso pratico di *Reverse Takeover*, al fine di comprendere maggiormente le peculiarità dei due strumenti.

CAPITOLO 1: IPO

Un'operazione di IPO (*Initial Public Offering*) è definita da Borsa Italiana come “*strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (formando il c.d. flottante), che è requisito fondamentale per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato*”. Esistono tre tipologie di quotazione in Borsa:

1) L'Offerta Pubblica di Sottoscrizione, in cui le azioni offerte agli investitori sono di nuova emissione ed il fine è il finanziamento dell'impresa; 2) L'Offerta Pubblica di Vendita, in cui le azioni proposte agli investitori sono già esistenti ed il fine è la monetizzazione degli azionisti; 3) Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, ovvero una commistione tra 1) e 2). Tali operazioni sono realizzabili sul Mercato Telematico Azionario (MTA), listino in cui sono quotate le imprese di media e grande capitalizzazione, sul segmento STAR, all'interno del mercato MTA, dedicato alle imprese di media capitalizzazione più virtuose ed impegnate ad onorare stringenti requisiti di trasparenza, comunicazione e liquidità e sul Mercato dell'AIM, nato appositamente per rendere maggiormente flessibile l'ammissione delle PMI più ambiziose.

Una volta individuato il mercato di quotazione, l'impresa dovrà attuare determinati passaggi formali che le permetteranno di approdare in Borsa. In seguito le varie fasi di un *Initial Public Offering*.

Figura 1: Fasi dell'IPO.



Fonte: Elaborazione propria

Preparazione Iniziale: durante tale fase sarà svolta un'accurata analisi di fattibilità da

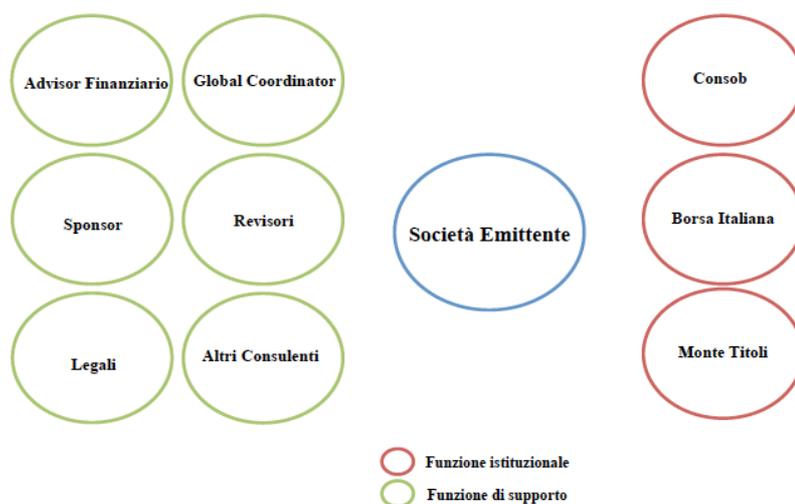
parte dell'impresa per la valutazione di convenienza economica e finanziaria della quotazione in Borsa. La valutazione preliminare da parte della società è propedeutica alla decisione di quotazione e all'inizio della fase di riorganizzazione interna che preveda una capillare revisione della struttura di pianificazione e controllo, dei sistemi di *disclosure* delle informazioni economico-finanziarie verso l'esterno e la costituzione di comitati interni di controllo. Dopo la delibera dell'assemblea, in cui si approva il progetto, si procede alla nomina della banca *sponsor* e dei consulenti che affiancheranno l'impresa durante l'operazione ed organizzeranno il *kick-off meeting*.

Due Diligence & Analyst Presentation: Ha avvio il processo di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale, condotto da consulenti specializzati. Sulla base dei risultati ottenuti dalla *due diligence* si avvia la stesura del Prospetto Informativo, ovvero un documento che sintetizza le principali informazioni circa le caratteristiche dell'operazione e dell'emittente. Parallelamente i consulenti e la società procedono alla redazione dell'*Equity Story*, ossia una panoramica generale della vita della società. Altri documenti redatti in questa fase sono il QMAT (*Quotation Management Admission Test*) ed il *memorandum* sul Sistema di Controllo di Gestione. Gli analisti finanziari, una volta conclusi i vari documenti, danno avvio alla c.d. procedura di *Investor Education* (inizia il processo di definizione del *range* di prezzo), utile a fornire le informazioni rilevanti necessarie ai potenziali investitori.

Marketing: Inizialmente prende avvio la fase di *pre marketing* (durata circa 10 giorni), in cui sono fissati gli incontri con gli investitori interessati, ai quali è presentato un completo ed esaustivo insieme di documentazioni sull'emittente e sull'operazione. Ottenuto il nulla osta da parte di Consob, la società è ammessa in Borsa ed avvia la fase di *Roadshow*, ossia una serie d'incontri organizzati a livello nazionale e sovranazionale nelle maggiori piazze finanziarie, che costituiscono la prima presentazione pubblica della società.

Collocamento: Ha inizio la raccolta delle offerte presentate dagli investitori, procedura gestita interamente dallo *sponsor*. Inizia la fase di Collocamento, attraverso la sottoscrizione da parte del consorzio di banche, secondo i criteri di ripartizione definiti dal consorzio di collocamento. La fase immediatamente successiva al collocamento delle azioni sul mercato è definita *Aftermarket*, in cui la banca *sponsor* agirà direttamente, supportando l'andamento tra domanda e offerta del titolo, allo scopo di stabilizzare il valore delle azioni sul mercato. È utile analizzare brevemente la composizione del *team* di lavoro. Gli attori sono indicati come segue:

Figura 2: Attori in un processo di IPO.



Fonte: Elaborazione propria.

Nello specifico il *Global Coordinator* è una figura chiave del processo di quotazione in Borsa, poiché coordina l'attività di consulenza e intermediazione nel collocamento dei titoli. Spesso tale figura coincide con quella dello *sponsor*, nel momento in cui la banca opera anche come garante della correttezza e trasparenza dell'operazione.

Negli ultimi anni Borsa Italiana, a seguito della fusione con il *London Stock Exchange*, ha avviato una fase di convergenza virtuosa verso le aziende di minori dimensioni, comprendendone le richieste e le specifiche necessità. A dimostrazione di ciò, è stato introdotto il mercato AIM (*Alternative Investment Market*). Generalmente tra i fattori di successo di AIM in Italia sono: 1) la concreta facoltà di accedere al mercato borsistico per le aziende con limitate dimensioni del fatturato; 2) minori requisiti e tempistiche nella fase di ammissione rispetto il mercato principale; 3) Minori adempimenti richiesti durante il periodo di permanenza sul mercato. Allo stesso tempo, tuttavia, il mercato AIM presenta delle debolezze, come la scarsa liquidità (come visto nell'Introduzione dell'elaborato) e la poca visibilità presso i grandi investitori.

In conclusione, l'imprenditore che vuole quotare la propria azienda in Borsa dovrà valutare i benefici ed i rischi che tale operazione comporta. In generale, le principali motivazioni che spingono una società a realizzare un'IPO sono: 1) diversificazione dei canali di finanziamento; 2) maggiore liquidità, grazie alle rilevazioni giornaliere del mercato; 3) maggiori possibilità di finanziare progetti di sviluppo (*M&A*, *partnership* strategiche, Offerte Pubbliche di Scambio, ecc.); 4) maggiore visibilità e capacità di attrarre *executive*

di alto profilo; 5) superamento dei passaggi generazionali; 6) aumento del valore finanziario della società. Di contro i principali rischi, possono essere sintetizzati come di seguito: 1) processo di quotazione estremamente *time consuming*; 2) costi relativi alla quotazione e permanenza sul mercato; 3) diluizione della partecipazione; 4) prezzo per azione utilizzato come *driver* delle *performance*; 5) maggiori obblighi informativi; 6) rischio di scalate ostili; 7) *underpricing*.

Tale analisi mostra quanto la quotazione in Borsa sia un processo affascinante, ma allo stesso tempo molto complesso da gestire.

CAPITOLO 2: REVERSE IPO

Gli strumenti alternativi di quotazione, oggetto d'analisi di questo capitolo, si ricollegano al processo di *Reverse Merger* (nota anche come *Reverse IPO* o *Reverse Takeover*), ovvero alla fusione tra una società quotata ed una società non quotata.

Principalmente, un'operazione di questo genere può essere realizzata in due modi: 1) una prima modalità comporta la fusione tra una società non quotata ed una *public company* (in tal caso anche definita *shell company*), con quest'ultima che non presenta alcuna attività operativa, è priva di *asset* ed è costituita esclusivamente da cassa; 2) Una seconda tipologia prevede la fusione tra una *private company* ed una *public company*, la quale non presenta alcuna storia operativa e, dunque, degli *asset*.

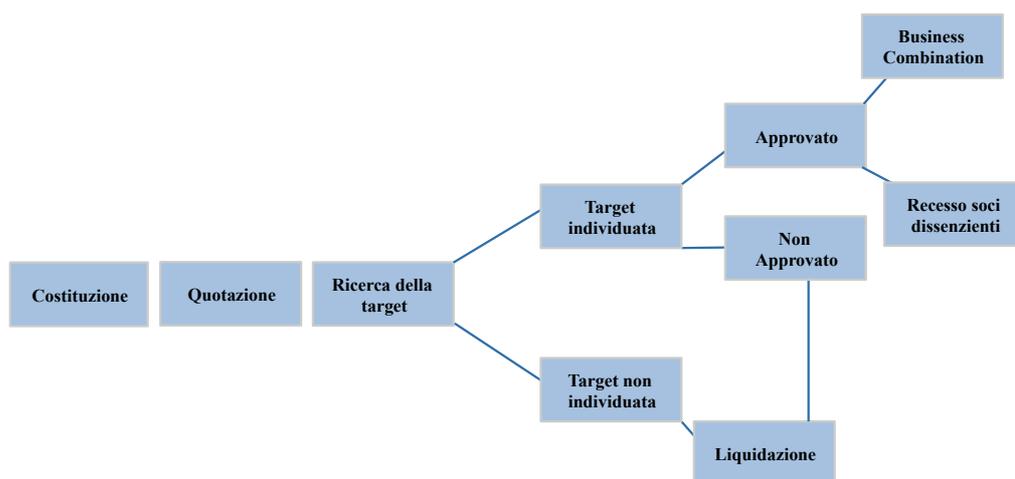
Nel primo caso, la società è anche definita *virgin shell* o *cash shell*, mentre nella seconda fattispecie la società quotata è anche definita *natural shell*, quando si tratta di società *distressed* con una storia operativa complessa e pochi *asset* a disposizione. La grande differenza tra le due fattispecie è che le *cash shell* si quotano esclusivamente con l'obiettivo di ricercare una *target* da acquisire e alla quale apportare lo *status* di società quotata, mentre le *natural shell* sono già presenti sul mercato borsistico e costituiscono esse stesse la *target* che la società non quotata deve ricercare.

Una tipologia di *cash shell* è la SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), ovvero uno speciale veicolo di investimento che raccoglie risorse finanziarie tramite una IPO su un mercato regolamentato con l'obiettivo di integrarsi successivamente (mediante *business combination*) con una società operativa (definita società *target*), portandola rapidamente ed indirettamente alla quotazione in Borsa.

Veicoli di investimento di questo tipo erano già diffusi negli anni Ottanta, con la denominazione di *Blank Check Companies*, definite dalla SEC (*Security Exchange Commission*) come: “*a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plans to engage in a Merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person*”.

La SPAC, come già detto, è un veicolo di investimento creato ad hoc per essere quotato in un mercato borsistico, allo scopo di reperire la liquidità necessaria con la quale investire nella società target non quotata. Le SPAC si sono diffuse in vari mercati regolamentati e pertanto, in base al paese di origine, sottostanno a diverse giurisdizioni e regolamentazioni. Tuttavia, il meccanismo di funzionamento della SPAC è generalmente lo stesso, ed è sintetizzato in seguito:

Figura 3: Ciclo di vita di una SPAC



Fonte: Elaborazione propria.

La SPAC segrega il capitale raccolto durante l’IPO in un conto vincolato (definito *trust* o *escrow account*). Il momento chiave è l’assemblea con gli investitori, in cui il *management team* sottopone l’azienda *target* identificata. Gli investitori hanno la facoltà di esercitare il diritto di recesso, rigettando l’IPOtesi di *business combination* e recuperando l’ammontare di capitale investito nell’*escrow account*.

Altro strumento alternativo all’IPO tradizionale, è il *Reverse Takeover*, ovvero l’acquisizione di una partecipazione di controllo di una *public company*, da parte di una società non quotata. L’operazione decreta un passaggio di controllo e, dunque, è soggetta alle disposizioni in materia di Offerta Pubblica d’Acquisto. Tali disposizioni sono alla base

della regolamentazione del *market for corporate control* ed hanno l'obiettivo di conciliare e garantire due aspetti molto complessi: 1) La tutela degli interessi delle minoranze, sulla base del concetto di parità di trattamento di tutti gli azionisti, assicurando loro il diritto di vendere le proprie azioni allo stesso prezzo cui è stato ceduto il pacchetto di controllo, oltre che garantire la liquidità del mercato; 2) L'efficienza economica nella riallocazione dei diritti di controllo, ossia che nella misura in cui un nuovo gruppo di controllo riesca a garantire *performance* migliori alla società oggetto dell'acquisizione, ciò non dovrà essere scoraggiato da una regolamentazione che può rendere il *Takeover* eccessivamente costoso. È chiara la presenza di un indiscutibile *trade-off* fra i due obiettivi.

Un'operazione di *Reverse Takeover* è realizzabile sia sul mercato AIM sia sull'MTA. Nel primo caso, il contesto è disciplinato dal Regolamento Emittenti AIM, in cui viene specificato che qualsiasi accordo riconducibile al *Reverse Takeover*, ai sensi dell'art.14 Regolamento Emittenti, deve essere approvato in assemblea e comunicato senza indugio al mercato mediante la diffusione di un documento informativo.

Nel caso di *Reverse IPO* sul mercato MTA, la disciplina di riferimento rimanda al TUF (Testo Unico della Finanza) e ai Regolamenti Consob. Tali disposizioni regolano sia le operazioni di *Reverse Merger* sia i casi di aumento di capitale mediante conferimento in natura, in tema di obblighi informativi e comunicazioni al mercato. Nel caso di *Reverse Takeover* sul mercato principale gli obblighi informativi sono molto simili a quelli incontrati nel classico procedimento di IPO. Ciò a dimostrazione del fatto che l'operazione di *Reverse Takeover*, soprattutto sul mercato principale, non è realizzata esclusivamente da aziende meno performanti (come osservato da diversi autori).

Come detto, tali operazioni si ricollegano al tema delle Offerte Pubbliche d'Acquisto. In caso di *Reverse Takeover* esistono delle esenzioni legate alle condizioni finanziarie della *target* quotata. Tali esenzioni si ricollegano al meccanismo del c.d. *whitewash*, ovvero una clausola presente soprattutto per disciplinare i casi in cui non vi è una richiesta formale, da parte degli organi di vigilanza, di strutturare dei piani di risanamento e ristrutturazione. Con tale meccanismo la Consob ha quindi inteso accogliere una nozione molto ampia di *status* di crisi, riconoscendo l'esenzione anche per quelle IPOtesi in cui la crisi sia oggetto di una valutazione della società stessa o comunque di un revisore legale dei conti. L'operazione di salvataggio della società in crisi deve necessariamente essere oggetto di approvazione da parte dei soci. In particolare, la delibera deve essere approvata senza il

voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal soggetto che acquisisce il controllo. In conclusione come osservato dalla Consob, in tal modo, si attribuisce ai soggetti che rinunciano all'*exit* assicurato dall'OPA obbligatoria la facoltà di valutare in merito alla convenienza di tale rinuncia rispetto all'IPotesi di salvataggio della società partecipata. Ciò rappresenta l'esempio più coerente del bilanciamento dei due obiettivi analizzati in precedenza, garantendo sia la tutela delle minoranze sia la possibilità di acquisizione del controllo.

CAPITOLO 3: IPO E REVERSE IPO. UN'ANALISI COMPARATA

Obiettivo di tale capitolo è la valutazione delle differenze intercorrenti tra i due strumenti oggetto d'analisi di questo elaborato. È doveroso, tuttavia, analizzare brevemente anche le differenziazioni principali tra SPAC e *Reverse Takeover*. Quest'ultimo strumento, rispetto la quotazione tramite SPAC, presenta tre vantaggi: 1) alcuni autori sottolineano gli onerosi costi di diluizione per l'imprenditore che utilizza lo strumento della SPAC. Tali costi sembrerebbero essere assenti nel *Reverse Takeover*, in quanto tale fattispecie si configura maggiormente come un'operazione di *M&A* e prevede l'acquisizione di una partecipazione di controllo; 2) un'operazione di *Reverse Takeover* può garantire la quotazione diretta sul mercato MTA, sicuramente più liquido e visibile rispetto l'AIM. Le SPAC, invece, possono quotarsi esclusivamente sull'AIM o sul MIV e richiedere, in seguito, ove vi fossero le condizioni, il passaggio all'MTA, creando il c.d. problema della triplice quotazione; 3) in ultimo l'operazione di *Reverse Takeover* sembrerebbe garantire maggiore certezza in termini di successo della quotazione e *pricing*. In entrambi gli strumenti vi è la negoziazione privata *ante* quotazione, tuttavia nelle SPAC è previsto il diritto di recesso degli investitori e, dunque, vi sarebbe meno capitale a disposizione, oltre che il rischio di annullare l'operazione.

La SPAC, a sua volta, presenta tre vantaggi rispetto il *Reverse Takeover*: 1) sin da subito, l'operazione garantisce ingenti risorse finanziarie, a differenza del *Reverse Takeover* che, essendo una fattispecie più simile all'*M&A*, apporterà il capitale solo in seguito ad un aumento di capitale successivo (come avviene nella prassi); 2) la SPAC è garantita dal *track record* e dalle competenze dei promotori, godendo di un'ottima reputazione sui mercati. L'operazione di *Reverse Takeover*, invece, gode di *bad reputation*, a causa della

scarsa attrattività dei titoli della *natural shell*, spesso inclusi nelle *black list* di Consob; 3) le SPAC sembrerebbero garantire un maggior *market support* post *business combination*, a differenza del *Reverse Takeover* che, per i motivi di cui al punto 2), avrà un andamento azionario più imprevedibile. Ulteriore aspetto di differenziazione riguarda gli attori coinvolti. Ad esempio nella quotazione tramite SPAC la figura dell'*underwriter*, dal lato dell'imprenditore della società *target*, è assente e la banca sottoscrittrice entra in gioco esclusivamente durante l'IPO della SPAC. L'assenza della banca *underwriter* permette un valore relativamente certo di prezzo d'emissione, in quanto risultato della negoziazione privata tra la società *target* ed i promotori. Per il *Reverse Takeover* vale un discorso simile, considerando che vi è una trattazione tra l'azionista di controllo della non quotata e il detentore del pacchetto di controllo della *natural shell*. Chiaramente, qualora (e nella prassi avviene sempre) la società decida di realizzare un aumento di capitale, entrerà in gioco anche la banca collocatrice.

I vantaggi conseguibili dall'imprenditore attraverso un'operazione di *Reverse Merger*, rispetto l'IPO tradizionale, sono i seguenti: 1) Processo di quotazione in Borsa facilitato e reso più rapido; 2) Minori costi legati alla quotazione, come ad esempio i costi fissi per la remunerazione dei consulenti, per il *roadshow*, oltre che minori costi di diluizione, trattandosi di una negoziazione privata tra le parti; 3) Maggiore certezza dell'operazione, sia in termini di prezzo e ammontare di capitale raccolto, sia in termini di successo effettivo dell'operazione; 4) Indipendenza dai cambiamenti di prezzo apportati improvvisamente dalla banca *underwriter*; 5) Quotazione indipendente dalla situazione attuale del mercato delle IPO.

Occorre anche illustrare le principali criticità di tali operazioni. Essenzialmente, in letteratura, vi è una criticità in comune tra la quotazione tramite SPAC e l'operazione di *Reverse Takeover*, ovvero il minor *market support* post quotazione¹⁷³. Il ruolo dell'*underwriter* nell'IPO tradizionale è, infatti, quello di supportare l'andamento dei titoli sul mercato e, come osservato, tale figura manca nelle operazioni di *Reverse Merger*. In realtà nella prassi questa assunzione è relativamente smentita. Nella quotazione tramite SPAC esiste comunque la figura del *Nomad*, il cui ruolo è esattamente quello di *liquidity provider* e, allo stesso modo, nel caso di *Reverse Takeover*, sia sul mercato MTA (con la

¹⁷³ Feldman, D.N., "*Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs (2nd Edition)*", Bloomberg Press New York, 2009.

figura della banca *sponsor*) sia sull'AIM (con, appunto, il *Nomad*), la liquidità del titolo è gestita dalla banca. Pertanto, tale criticità sembra non sussistere, poiché il legislatore ha anticipato la problematica, prevedendo le figure sopracitate. Giova esaminare altri due svantaggi rispetto l'IPO tradizionale, uno per le SPAC e l'altro per le operazioni di *Reverse Takeover*.

Come già analizzato, nel caso delle SPAC l'accesso al mercato principale MTA è precluso dalla realizzazione di una triplice quotazione che consiste nella quotazione del veicolo di investimento, nel *Reverse Merger* con la *target* ed il successivo passaggio al mercato MTA. Tale svantaggio deriva dalla scarsa attrattività del mercato AIM, ancora poco liquido e visibile rispetto il mercato principale. Nel caso del *Reverse Takeover* lo svantaggio principale si materializza in un'analisi più profonda della *natural shell* quotata da acquisire. Infatti, essendo la *shell company* caratterizzata da una situazione *distressed*, la non quotata acquirente dovrà porre attenzione alla scarsa reputazione di cui essa gode sul mercato finanziario, oltre che al pericolo di doversi accollare obbligazioni pendenti rischiose, al fine di attuare il piano di risanamento previsto. Inoltre, rispetto l'IPO, l'operazione non apporta capitale immediato nelle case della società acquirente. Quest'ultima dovrà realizzare un aumento di capitale, allo scopo di reperire la liquidità di cui necessita.

CAPITOLO 4: ANALISI DEL CONTESTO ITALIANO

Il seguente capitolo verterà sulla descrizione di un caso concreto di quotazione tramite *Reverse Takeover* sul mercato MTA e si tenterà di comprendere le motivazioni, le difficoltà e le opportunità alla base di tale progetto. In seguito, è stata condotta un'osservazione dell'andamento delle attuali SPAC quotate sulla Borsa di Milano.

Il caso di *Reverse Takeover* ha visto protagonista un gruppo industriale campano, Industrial SpA, *holding* di partecipazioni attiva nel settore degli accumulatori elettrici, delle carte speciali, dello stampaggio ed estrusione di materie plastiche e della fibra di vetro.

Il Gruppo, allo scopo di finanziare ulteriormente la propria crescita, ha conferito, unitamente al fondo di *private equity* IMI Fondi Chiusi SGR, la *sub holding* SERI Industrial SpA (indicata, in Figura 4, dall'area tratteggiata), in una società quotata sul

listino MTA, KrEnergy Spa, *holding* di partecipazioni attiva nel settore delle energie rinnovabili. Il percorso di grande crescita del Gruppo Seri inizia nel 2010, sia attraverso la crescita del *core business* storico sia, soprattutto, attraverso diversi progetti di acquisizione di clienti operanti nella filiera degli accumulatori elettrici. Le acquisizioni hanno permesso una crescita significativa al Gruppo SERI, oltre che la possibilità di raggiungere un significativo livello di integrazione verticale. Alcune acquisizioni hanno riguardato aziende, talvolta clienti, che avevano risentito della sfavorevole congiuntura economica, e che sono state rilevate nell'ambito di procedure concorsuali e quindi riorganizzate e rilanciate. Per tale motivo, il management di SERI vanta una notevole esperienza nelle acquisizioni da *turn around*. L'idea di avviare un'operazione di *Reverse Takeover* nasce dall'opportunità presentata da una società di *advisory* nel *turnaround*, parte del Gruppo Seri, che aveva avviato un progetto di ristrutturazione e riorganizzazione di una società quotata in crisi da anni e posta nella *black list* di Consob. Sulla scorta delle esperienze nel *turnaround*, Seri ha valutato la proposta e deciso di realizzare l'operazione per due motivi: 1) proporre al socio finanziario, il fondo di *private equity*, IMI Fondi Chiusi SGR la naturale *way out* prevista dall'originario accordo di investimento; 2) reperire le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione di investimenti nella produzione di celle al litio. La *natural shell target* dell'operazione, KrEnergy, è una *holding* in evidente stato di crisi finanziaria ed è presente, dal 2009, nelle *black list* di Consob. I revisori hanno, in sede di approvazione del bilancio 2015, espresso dubbi sulla capacità della società di garantire la continuità aziendale. Nel corso del 2016 Rise Equity Spa, società riconducibile al Gruppo Seri, ha acquistato da *Whiteridge Investment Funds SPC* l'intero pacchetto detenuto dalla stessa nel capitale sociale di KRE, pari al 22,1% al fine di proporre un progetto di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale. Acquisendone il controllo, il Gruppo Seri ha l'opportunità di nominare 6 amministratori su 7 e dunque procedere attivamente al piano di risanamento. L'accordo quadro prevede che il conferimento si realizzi attraverso un'operazione di aumento di capitale sociale a pagamento, in via inscindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, commi 4, primo periodo, e 6, del Codice Civile, da riservare in sottoscrizione ai Conferenti per un importo complessivo di circa 190 milioni di euro, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione, ad un prezzo unitario pari ad 0,477 Euro, di circa 399 milioni di azioni, da liberarsi mediante il conferimento da parte di Industrial della partecipazione, pari all'88,46% del capitale

sociale di Seri Industrial e il conferimento da parte di IMI Fondi Chiusi SGR della partecipazione pari all'11,54% del capitale sociale di Seri Industrial. Trattandosi di un'Operazione di *Reverse Merger*, come visto nel Capitolo 2 ed ai sensi del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana, Banca Akros agirà in qualità di *Sponsor* dell'operazione.

L'Accordo Quadro prevede, tra l'altro: 1) l'Aumento di Capitale in Natura come sopra descritto; 2) L'emissione di *warrant* gratuiti in favore degli azionisti di KRE, diversi dai Conferenti, fino ad un massimo di 3 per azione e il relativo aumento di capitale a pagamento a servizio dell'esercizio dei warrant ai Soci Esistenti per un massimo di 50 milioni di euro; 3) Un aumento di capitale a pagamento, in via scindibile, mediante emissione di azioni ordinarie KRE da sottoscrivere e liberare in denaro, da offrire in opzione agli azionisti della Società ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile per un massimo di 60 milioni di euro e contestuale emissione di warrant associati alle azioni di nuova emissione nel rapporto di 1 per azione; 4) Un aumento di capitale a pagamento a servizio dell'esercizio dei Warrant per un massimo di 30 milioni.

Il conferimento in natura determinerà, chiaramente, un cambio nel controllo della società. Tuttavia, essendo l'Aumento di Capitale in Natura finalizzato al risanamento della situazione di crisi in cui versa la società, troverà applicazione la clausola *whitewash* analizzata in precedenza, ovvero la possibilità di esenzione di lancia un'Offerta Pubblica d'Acquisto obbligatoria e totalitaria sui titoli residuali, previa approvazione dell'assemblea. Inoltre il Comitato Operazioni Parti Correlate (OPC), composto da tre amministratori indipendenti e non correlati, chiamato ad esprimere il proprio parere con riferimento a tale tipologia di operazione come previsto nella Procedura OPC, è stato coinvolto nella fase di istruttoria delle stesse attraverso la ricezione di un flusso di informazioni tempestivo ed adeguato, rilasciando parere favorevole sull'Accordo Quadro e sull'Aumento di Capitale in natura.

Dalla data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro, 21 Aprile 2017, alla data di esecuzione del conferimento, 29 Giugno 2017, sono trascorsi appena due mesi. Ovvero SERI Industrial, in due mesi dalla sottoscrizione dell'accordo quadro, è partecipata dalla quotata. Industrial, ove il Prospetto Informativo sia approvato nei termini normativi, deterrà i titoli quotati dal mese di Novembre, ovvero cinque mesi dopo la sottoscrizione dell'accordo.

Una conferma che l'operazione di *Reverse Takeover* è molto più rapida di un'IPO classica

ed è fondamentale nelle operazioni di salvataggio delle aziende in crisi quotate.

Una volta approvato il Prospetto Informativo si proporrà l'aumento di capitale al mercato.

In tal caso, non vi sono molte differenze rispetto ad una IPO tradizionale, poiché l'operazione presenta le stesse caratteristiche, come la predisposizione dell'*Analyst Presentation*, l'organizzazione del *roadshow*, ecc.

A tal punto occorre osservare l'andamento delle SPAC, in modo da comprendere la situazione attuale del fenomeno.

Di seguito, uno schema riepilogativo delle SPAC quotate al 2016:

Figura 5: Le SPAC Italiane quotate in Borsa

Nome	Data di quotazione	Mercato	Capitale raccolto	Target Company	Quotazione Target	Quotazione attuale target
Italy Investment SA	2011	MIV	150	IVS S.p.A.	2012	MTA
Made in Italy 1 S.p.A.	2011	AIM	50	Sesa S.p.A.	2013	STAR
Ipo Challenger	/	Private Bond	52	Italian Wine Brands S.p.A.	2015	AIM
Industrial Stars of Italy	2013	AIM	50	Lu-ve S.p.A.	2015	MTA
Space	2014	MIV	130	Fila S.p.A.	2015	STAR
Greenitaly 1 S.p.A.	2014	AIM	35	Zephyro S.p.A.	2015	AIM
Capital for Progress 1	2015	AIM	51	GPI	2016	AIM
Glenalta Food	2015	AIM	80	Gruppo Orsero	2017	AIM
Space 2	2015	MIV	155,1	Avio S.p.A.	2017	STAR
Industrial Stars of Italy 2	2016	AIM	50,5	SIT Group	2017	AIM
Innova Italy 1	2016	AIM	100	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Ipo Club	2017	Closed-end fund	120	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Crescita	2017	AIM	130	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Space 3	2017	MIV	152,8	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Capital for Progress 2	2017	AIM	65	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Glenalta	2017	AIM	98	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/
Sprint Italy	2017	AIM	150	in fase di ricerca	in fase di ricerca	/

Fonte: elaborazione propria.

Si nota chiaramente un sostanziale aumento delle SPAC quotate tra il 2016 e il 2017, a dimostrazione del sempre più largo consenso di questi strumenti finanziari di crescita sui mercati. La raccolta media di capitale è di poco inferiore ai 100 milioni di euro, con notevoli differenze in base al mercato di quotazione. Nel mercato regolamentato, il MIV, è di circa 150 milioni di euro, contro una raccolta media di circa 50 milioni di euro nel mercato AIM. Tale aspetto deriva dalle differenti caratteristiche delle società *target* ricercate. Infatti, il mercato AIM accoglie imprese di minori dimensioni rispetto il mercato regolamentato e, dunque, il valore finanziario risulta essere chiaramente inferiore.

Altra analisi interessante è la valutazione dello stato di salute e delle prestazioni economico-finanziarie delle società *target* quotate in Borsa tramite SPAC. In termini di redditività solo quattro *target* su dieci presentano un Ebitda inferiore al 10%, mentre eccellenti sono le prestazioni di IVS S.p.A. e Fila S.p.A. che si attestano a livelli superiori al 15%. Per quanto concerne i livelli di fatturato e PFN, quest'ultima risulta molto alta in quasi tutte le società *target*, ma con livelli di fatturato quasi sempre in crescita e, ove in

diminuzione, giustificati da una rifocalizzazione strategica del *business*. In seguito una tabella riassuntiva dei *financials* delle imprese *target*.

Figura 6: Stato di salute delle SPAC.

SPAC	Target	Fatturato '15	Fatturato '16	Ebitda Margin '15	Ebitda Margin '16	PFN '16	Market Cap.
Italy Investment SA	IVS S.p.A.	347,7 M€	362,3 M€	22,08%	22,72%	225,6 M€	515,35 M€ al 10-9-17
Made in Italy 1 S.p.A.	Sesa S.p.A.	1223,5 M€	937,7 M€	4,28%	4,48%	28,7 M€	377,91 M€ al 10-9-17
Ipo Challenger	Italian Wine Brands S.p.A.	144,82 M€	145,94 M€	9,23%	7,76%	11,32 M€	75,4 M€ al 10-9-17
Industrial Stars of Italy	Lu-ve S.p.A.	209,1 M€	248,3 M€	12,53%	13,29%	30,2 M€	284,6 M€ al 10-9-17
Space	Fila S.p.A.	275,3 M€	422,6 M€	17,29%	15,90%	223,4 M€	648,73 M€ al 10-9-17
GreenItaly 1 S.p.A.	Zephyro S.p.A.	102 M€	94,6 M€	12,45%	10,36%	(7,9 M€)	63,68 M€ al 10-9-17
Capital for Progress 1	GPI	89,4 M€	131,2 M€	8,95%	15,32%	9,9 M€	175 M€ al 10-9-17
Glenalta Food	Gruppo Orsero	617,4 M€	685 M€	4,57%	5,14%	49,1 M€	183,3 M€ al 10-9-17
Space 2	Avio S.p.A.	257,4 M€	292 M€	13,79%	12,50%	18,6 M€	313,97 M€ al 10-9-17
Industrial Stars of Italy 2	SIT Group	264,7 M€	288,1 M€	13,34%	15,56%	138,2 M€	275,04 M€ al 10-9-17

Fonte: elaborazione propria.

E' utile analizzare l'andamento del prezzo per azione sul mercato borsistico, da parte della società post *business combination*, rispetto le *performance* precedenti la fusione.

Figura 7: Analisi del Prezzo per Azione delle SPAC.

	Prezzo Azione IPO	Prezzo Azione Annuncio	Prezzo Azione Business Comb.
Italy 1 Investment / IVS Group	9,41 €	9,71 €	10 €
Made in Italy 1 / Sesa SpA	9,45 €	9,70 €	10,24 €
Space / Fila SpA	9,68 €	7,82 €	9,80 €
Industrial Stars of Italy / Luve SpA	10,12 €	9,85 €	10,98 €
GreenItaly 1 / Zephyro SpA	9,72 €	9,04 €	9,50 €
Glenalta Food / Gruppo Orsero	10,15 €	9,88 €	10,22 €

Fonte: elaborazione propria.

Tale analisi risulta interessante ai fini della valutazione della reazione del mercato in seguito all'annuncio della *business combination*. Italy 1 Investment e Made in Italy 1 sono gli unici casi in cui vi è un apprezzamento del valore dei titoli in seguito all'annuncio. A dimostrazione del fatto che il mercato stesse valutando correttamente la bontà dell'operazione, si può notare che tale apprezzamento è proseguito anche al momento della *business combination*. Tale aspetto rappresenta un vantaggio per le società *target*, in quanto possono fare affidamento ad una base di mercato, sin dal primo giorno di quotazione, diversamente dal caso di *Reverse Takeover* e IPO tradizionale.

CONCLUSIONI

L'obiettivo principale di questo elaborato è stato quello di analizzare le peculiarità dei due strumenti alternativi di accesso in Borsa rispetto all'IPO tradizionale, evidenziando i principali vantaggi delle operazioni di *Reverse Merger*.

Come visto nel corso dell'elaborato, vi sarebbero alcuni vantaggi (minori costi, maggiore certezza, maggiore rapidità, ecc.) che rendono l'operazione attraente per le società che non vogliono incorrere nelle complessità del processo di *Initial Public Offering*.

Nello specifico, la SPAC sembrerebbe essere relativamente più costosa per l'imprenditore, rispetto al *Reverse Takeover*, a causa delle azioni e dei *warrant* assegnati ad investitori e promotori, tuttavia, il *Reverse Takeover* non apporta un afflusso diretto di liquidità. Vantaggio comune tra i due strumenti è il superiore grado di certezza dell'operazione rispetto alla quotazione tradizionale. Un ulteriore punto di contatto tra le due fattispecie deriva sicuramente dalla volontà dell'imprenditore di apportare liquidità alla propria società, piuttosto che monetizzare l'investimento tramite la cessione della propria partecipazione, come avviene spesso nei casi di *Initial Public Offering*. In entrambi i casi, infatti, si tratta di un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione, in cui viene realizzato un aumento di capitale a totale beneficio della società e dei propri piani di sviluppo. Tale aspetto si è notato anche nell'analisi del caso di *Reverse Takeover*, in cui il rationale strategico dell'operazione è legato allo sviluppo del Progetto Lito.

In conclusione, i due strumenti analizzati sembrerebbero apportare dei vantaggi rispetto l'IPO tradizionale. Nonostante ciò, le SPAC e le operazioni di *Reverse Takeover* potrebbero non risolvere la cronica assenza di IPO nei listini di Borsa Italiana. Le motivazioni di tale fenomeno sono, a mio avviso, dovute principalmente a due motivazioni: 1) scarsa propensione all'*equity* da parte degli imprenditori, causata dal timore di perdere il controllo della propria società e sottostare a stringenti regolamentazioni; 2) scarso sviluppo del mercato AIM. La diffusione di questi strumenti alternativi di quotazione darà certamente il proprio contributo al superamento di tali problematiche, ma il protagonista del cambiamento resta comunque la figura dell'imprenditore. Quest'ultimo se vorrà quotarsi in Borsa, dovrà certamente operare un mutamento drastico all'interno della propria struttura organizzativa, oltre che un cambiamento mentale, allo scopo di sfruttare i numerosi benefici che lo *status* di quotata comporta.

