



Corso di laurea in Giurisprudenza

Cattedra European Business Law

Profili critici e prospettive delle *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC):
dall'esperienza italiana a quella USA.

Prof. Nicola De Luca

RELATORE

Prof. Salvatore Providenti

CORRELATORE

Giovannino Di Biagio

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/23

**PROFILI CRITICI E PROSPETTIVE DELLE *SPECIAL
PURPOSE ACQUISITION COMPANIES (SPAC):
DALL'ESPERIENZA ITALIANA A QUELLA USA.***

INDICE

| | |
|--|-----------|
| INDICE | 3 |
| CAPITOLO 1 LE SPAC: UNA VISIONE D'INSIEME | 10 |
| 1. COS'È UNA SPAC?..... | 10 |
| 2. LE POTENZIALITÀ DELLA SPAC NEL CONTESTO ITALIANO | 11 |
| 3. LA RACCOLTA DI CAPITALE: I MERCATI MOBILIARI | 13 |
| 3.1 EURONEXT MIV MILAN..... | 15 |
| 3.2 EURONEXT GROWTH MILAN | 16 |
| 4. L'EVOLUZIONE DEL FENOMENO SPAC IN ITALIA | 18 |
| 5. UNO SGUARDO ALLA DISCIPLINA STATUNITENSE..... | 19 |
| 5.1 PROFILI STORICI: DALLE BLANK CHECK COMPANIES AD OGGI | 19 |
| 5.2 LE CARATTERISTICHE DELLA SPAC NEGLI USA..... | 22 |
| CAPITOLO 2: L'ANATOMIA DELLA SPAC E I SUOI ASPETTI PATOLOGICI..... | 25 |
| 1. LA SPAC NEL CONTESTO NORMATIVO ITALIANO..... | 25 |
| 1.1 IL RAPPORTO CON LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO | 26 |
| 2. IL CICLO VITALE DI UNA SPAC | 28 |
| 2.1 IL PROFILO DEI <i>PROMOTERS</i> | 28 |
| 2.2 GLI STRUMENTI FINANZARI OFFERTI: UN QUADRO D'INSIEME..... | 29 |
| 2.3 L'ACCESSO DELLA SPAC AL MERCATO BORSISTICO | 32 |
| 2.3.1 LA QUOTAZIONE SU EURONEXT MIV MILAN | 32 |
| 2.3.2 L'AMMISSIONE A EURONEXT GROWTH MILAN | 36 |
| 2.4 IL DEPOSITO DELLE SOMME PRESSO L' <i>ESCROW ACCOUNT</i> | 37 |
| 2.5 LA RICERCA DELLA SOCIETÀ <i>TARGET</i> | 40 |
| 2.6 IL <i>MASTER AGREEMENT</i> | 42 |
| 2.7 LA <i>BUSINESS COMBINATION</i> | 45 |
| 2.8 LA MANCATA REALIZZAZIONE DELL'OPERAZIONE: GLI SCENARI | 52 |
| 2.8.1 IL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIETARIE A SEGUITO DEL RECESSO | 54 |
| 3. GLI ASPETTI PATOLOGICI DELLA SPAC: FOCUS SUI CONFLITTI DI INTERESSE..... | 55 |
| 3.1 LE CAUSE DEI DISALLINEAMENTI TRA GLI <i>STAKEHOLDERS</i> | 55 |
| 3.2 PUNTI DI FORZA E LIMITI DELLE <i>CLAUSOLE STATUTARIE</i> | 58 |
| 3.3 IL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI: UNA POSSIBILE SOLUZIONE? | 61 |
| CAPITOLO 3 I CONFLITTI D'INTERESSE DELLE SPAC NEGLI USA: CASE LAW E PROSPETTIVE FUTURE..... | 65 |
| 1. BREVE INTRODUZIONE | 65 |

| | |
|--|-----------|
| 2. IL MERCATO SPAC E LA CRESCITA DEI CONTENZIOSI | 65 |
| 3. <i>IN RE MULTIPLAN CORP. S'HOLDERS LITIGATION</i> | 67 |
| 3.1 IL FATTO | 67 |
| 3.2 LA DECISIONE DELLA CORTE..... | 70 |
| 4. <i>DELMAN V. GIGACQUISITION3</i> | 73 |
| 4.1 IL FATTO | 73 |
| 4.2 LA DECISIONE DELLA CORTE..... | 75 |
| 5. QUALE STANDARD DI REVISIONE PER I CONFLITTI SPAC?..... | 77 |
| 6. <i>ENTIRE FAIRNESS REVIEW</i> E UNA “PROCEDIMENTALIZZAZIONE” <i>EX ANTE</i> : “UN PONTE” CON L’ITALIA. | 79 |
| 7. LE PROSPETTIVE DEL CONFLITTO DI INTERESSI NELLE SPAC..... | 81 |
| 7.1 USA..... | 81 |
| 7.2 EUROPA..... | 83 |
| CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: QUALE FUTURO PER LE SPAC? | 84 |
| BIBLIOGRAFIA | 87 |

INTRODUZIONE

L’obiettivo del seguente elaborato è quello di realizzare un’analisi approfondita riguardo un peculiare veicolo d’investimento che sta attirando crescenti attenzioni nel panorama finanziario internazionale, ovvero le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC). Tali società presentano delle caratteristiche peculiari, in virtù della loro struttura e per il loro *modus operandi*. Infatti, le SPAC vengono costituite sotto forma di S.p.A. per poi essere collocate sul pubblico mercato (in Italia, sui listini *Euronext MIV Milan* e *Euronext Growth Milan*) al fine di raccogliere il capitale necessario per realizzare, successivamente, un’operazione straordinaria (definita *business combination*) con una società bersaglio (*target*), dotata di un alto potenziale di crescita, che viene identificata a seguito di un’intensa e dettagliata attività di ricerca (chiamata *due diligence*) effettuata dopo la finalizzazione del collocamento sul pubblico mercato. L’aspetto focale dell’operazione SPAC si rinviene nel fatto che, a seguito dell’operazione straordinaria (realizzata solitamente per mezzo di una fusione societaria) il *target* accede al mercato dove la SPAC è collocata. L’intera operazione, in particolare, nasce su iniziativa dei c.d. *promoters* (soggetti dotati di consolidata esperienza nell’ambito del M&A) i quali ricoprono le cariche di amministratori della SPAC e si riservano, antecedentemente alla quotazione della società, una partecipazione al capitale sociale sotto forma di azioni speciali.

Questi veicoli societari, la cui diffusione nel panorama europeo è aumentata negli ultimi anni, potrebbero rappresentare, in un futuro prossimo, una più che valida alternativa alla canonica procedura di accesso al pubblico mercato soprattutto per le piccole e medie imprese (PMI), la cui presenza nel panorama domestico è particolarmente forte, stimolando la loro crescita e, conseguentemente, supportando il sistema economico italiano. A supporto di tale tesi, i vantaggi di un'operazione SPAC sono diversi, sia per la società identificata come bersaglio, sia per il potenziale investitore. Per quanto riguarda il *target*, la finalizzazione di un'operazione SPAC consentirebbe di abbattere le tempistiche e i costi d'accesso ai mercati borsistici. Dal punto di vista del potenziale investitore, inoltre, sono presenti diversi vantaggi: *in primis*, la possibilità di realizzare il disinvestimento dalla SPAC qualora esso non sia convinto della qualità del *target* proposto tramite l'esercizio del diritto di recesso; in aggiunta, la presenza di un conto vincolato, in cui sono depositati i fondi degli investitori, rappresenta ad una garanzia nei confronti di quest'ultimi, in quanto le somme investite potranno essere utilizzate esclusivamente nel perimetro stabilito dallo statuto della società.

Tuttavia, le *Special Purpose Acquisition Companies* presentano delle criticità strutturali che potrebbero compromettere la bontà dell'operazione straordinaria. In particolare, tali veicoli societari non sono immuni dalla nascita di conflitti di interesse tra investitori e promotori, soprattutto in virtù dei benefici economici, spettanti a quest'ultimi, derivanti dall'approvazione dell'operazione rilevante. Infatti, la remunerazione dei promotori è strettamente collegata alla finalizzazione della *business combination*, in quanto il realizzarsi di tale condizione permetterebbe loro di convertire le azioni speciali detenute in azioni ordinarie, secondo un rapporto prefissato (solitamente un'azione speciale corrisponde a sei azioni ordinarie). L'approvazione della operazione straordinaria da parte dell'assemblea, dunque, rappresenterebbe un incentivo economico molto forte in capo ai promotori, i quali potrebbero essere disposti a identificare una società non idonea alla *business combination* pur di conseguire l'ingente guadagno derivante dalla conversione delle azioni speciali, mettendo in pericolo l'investimento realizzato dagli azionisti.

Alla luce di quanto esposto, il presente elaborato mira ad analizzare nel dettaglio la fenomenologia delle SPAC, mettendo in evidenza le caratteristiche anatomiche di tali veicoli societari e focalizzandosi, successivamente, sugli aspetti patologici che li connotano, ovvero i conflitti di interesse tra gli *stakeholders* coinvolti. Per tale motivo, l'analisi offerta punta a identificare una soluzione congrua che permetta di aumentare la tutela nei confronti degli

investitori e migliorare la qualità delle operazioni SPAC, riducendo al minimo quelle che possano rivelarsi distruttive di valore.

Dunque, il primo capitolo dell'elaborato cercherà di fornire al lettore una visione d'insieme del fenomeno SPAC, illustrando le motivazioni che si celano dietro la creazione di tali veicoli societari e quali vantaggi maturino in capo agli investitori e alla società *target*: in particolare, si farà riferimento al contesto imprenditoriale italiano, costellato da piccole e medie imprese che, attraverso un'operazione SPAC, potrebbero reperire i capitali necessari per la crescita presso il mercato mobiliare. Riguardo quest'ultimo punto, verranno presentati i mercati finanziari dove le SPAC vengono collocate, ovvero *l'Euronext MIV* e *l'Euronext Growth Milan*, soffermandosi sul numero di SPAC presenti odiernamente su tali listini gestiti di Borsa italiana S.p.A. Successivamente, l'esposizione verterà sulla ricerca delle radici storiche delle SPAC, partendo dalle *Blank Check Companies* fino ad arrivare alla struttura SPAC diffusasi negli Stati Uniti, illustrando brevemente i tratti caratteristici di quest'ultima.

Dopo aver fornito una visione d'insieme riguardo tali veicoli societari, il secondo capitolo verterà su un'analisi dettagliata dell'anatomia di una SPAC, illustrando dapprima il contesto normativo di riferimento, passando successivamente per l'analisi del ciclo vitale di tali società fino ad approfondire gli aspetti patologici riguardanti il conflitto di interessi.

La prima parte del secondo capitolo dell'elaborato si concentrerà dapprima sull'analisi della normativa di riferimento applicabile alle SPAC, in quanto tali veicoli societari non presentano una definizione, dal punto di vista del diritto positivo, in ambito domestico. Nell'esperienza italiana, le SPAC vengono costituite sotto forma di S.p.A., rientrando dunque nella disciplina delle società per azioni: in particolare, si illustreranno le fonti normative delle SPAC quotate su *Euronext MIV Milan* e ammesse su *Euronext Growth Milan*. Inoltre, in virtù dell'attività svolta dalla SPAC, sarà necessario realizzare un confronto con la disciplina sulla gestione collettiva del risparmio, al fine di verificare se la SPAC presenti i tratti tipici di tale disciplina oppure debba essere considerata esente.

Illustrato il quadro normativo, la seconda parte tratterà nel dettaglio il ciclo vitale della SPAC, analizzando le caratteristiche che rendono tale veicolo societario un *unicum* nel panorama finanziario internazionale. *In primis*, si parlerà del profilo dei promotori, i quali costituiscono la società e sottoscrivono un collocamento c.d. interno, corrispondente al 20% del capitale sociale della SPAC, sotto forma di azioni speciali. Successivamente, verranno descritte le

caratteristiche degli strumenti finanziari tipicamente emessi dalle SPAC, ovvero le azioni ordinarie, speciali e i *warrants* di sottoscrizione. A questo punto, verrà illustrato il processo di accesso al mercato mobiliare, descrivendo gli obblighi procedurali da soddisfare per la quotazione su *Euronext MiV Milan* e l'ammissione a *Euronext Growth Milan*; successivamente, saranno illustrate le caratteristiche chiave dell'istituto *escrow account*, offrendo una disamina dei profili legati affini all'istituto in Italia. La trattazione, in seguito, procederà con la descrizione delle attività legate alla *due diligence*, nella quale i *promoters* della SPAC realizzano uno studio di mercato al fine di individuare una società con potenzialità di crescita medio alte con la quale concludere la *business combination*, per poi arrivare all'illustrazione della fase relativa alle negoziazioni tra le due società, la quale culminerà nella sottoscrizione di un documento, chiamato *Master Agreement*, attraverso il quale le società coinvolte firmeranno le loro volontà e si impegneranno a non compiere atti pregiudizievoli nell'ottica di un'operazione straordinaria. Successivamente, verranno descritte, in maniera dettagliata, le caratteristiche della *business combination*, ovvero il momento più importante dell'intera operazione SPAC, in quanto i soci sono chiamati a votare riguardo l'investimento nella società identificata come *target* nell'assemblea straordinaria. Qualora l'esito della votazione in sede assembleare favorevole, l'operazione straordinaria verrà realizzata e la società *target*, di conseguenza, si ritroverà sul mercato dove la SPAC era collocata; alternativamente, in caso di voto sfavorevole da parte degli azionisti, la *business combination* non verrà finalizzata. In quest'ultimo caso, i *promoters* avranno due potenziali scenari da valutare: potrebbero decidere di identificare un'altra società *target* con la quale realizzare l'operazione straordinaria, pur sempre nell'arco temporale stabilito nello statuto, oppure decidere di procedere alla liquidazione della SPAC, restituendo i fondi depositati nell'*escrow account* ai soci investitori; sotto quest'ultimo punto di vista, verrà analizzata la fattispecie inerente all'identificazione del valore di liquidazione delle partecipazioni societarie.

La parte finale del secondo capitolo tratterà degli aspetti patologici delle SPAC, con un *focus* sui conflitti di interesse che possono nascere tra gli *stakeholders* coinvolti. In particolare, verranno illustrate le clausole statutarie maggiormente utilizzate per allineare gli interessi di *promoters* e azionisti, in quanto la SPAC può essere un'operazione di creazione di valore quando tutti gli interessi in gioco sono allineati. Tuttavia, le previsioni statutarie utilizzate non sembrano adatte a contrastare il caso in cui l'operazione straordinaria risulti, a posteriori, distruttiva di valore, risultando particolarmente sconveniente per l'investitore. Sotto tale punto di vista, la struttura della SPAC osservata nella prassi presenta nella remunerazione dei

promoters un elemento critico meritevole di un'attenta analisi. Dato che il compenso dei promotori è strettamente legato alla conversione delle azioni speciali in ordinarie, l'approvazione della *business combination* risulterebbe fondamentale per conseguire l'ingente quantità di ricchezza che si genererebbe a seguito della conversione delle azioni speciali: in tal modo, i promotori potrebbero essere spinti nel realizzare un'operazione sconveniente per gli azionisti, creando una situazione di conflitto. Al fine di allineare gli interessi dei *promoters* a quelli degli azionisti, la prassi ha sviluppato l'imposizione di limiti nei confronti della conversione delle azioni speciali, quali ad es. la suddivisione in *tranches* e l'esercizio delle suddette secondo una determinata scansione temporale. Come si vedrà, tale soluzione non sembra eliminare il rischio di un conflitto di interessi, in quanto i promotori sarebbero comunque incentivati a realizzare l'operazione anche solo per convertire un'unica tranche di azioni speciali. Per contrastare tale fenomeno ed evitare che vengano realizzate operazioni distruttive di valore nei confronti degli azionisti, una potenziale soluzione potrebbe essere rappresentata dalla creazione di un'apposita procedura SPAC, che abbia come baricentro il ruolo degli amministratori indipendenti.

La percorribilità delle soluzioni proposte verrà illustrata nel terzo e ultimo capitolo della presente trattazione, il quale si soffermerà sull'analisi della problematica del conflitto di interessi inerente alle SPAC osservandola dalla prospettiva statunitense.

La prima parte del capitolo si concentrerà sull'illustrazione del mercato statunitense riguardo le SPAC, le quali, a partire dal 2018, hanno ottenuto una vastissima diffusione, arrivando a raccogliere USD 161.000.000.000. nel solo 2022, soprannominato come l'anno dello "*SPAC-boom*". Tuttavia, la diffusione delle SPAC ha portato alla luce la crescita del numero di contenziosi instaurati presso le corti statunitensi, un fenomeno potenzialmente correlato all'aumento descritto sopra; nel solo 2022, le controversie inerenti alle SPAC sono aumentate drasticamente (sono state riportate circa 300 citazioni in giudizio). Il maggior aumento, in particolare, è stato registrato nello stato del *Delaware*, luogo dove molte delle SPAC statunitensi hanno la propria sede. Riguardo le ragioni di tale fenomeno, esse possono essere identificate nell'oggetto principale delle controversie insorte, ovvero la presenza di conflitti di interesse tra gli *stakeholders* della SPAC: in particolare, la fase relativa alla *business combination* è risultata problematica, in quanto sono state registrate operazioni che si sono rivelate distruttive di valore, sulla falsariga del problema analizzato nel capitolo secondo.

La seconda parte del capitolo, dunque, si concentra sull'illustrazione di due controversie riguardanti i conflitti di interesse nelle SPAC, ovvero *In Re Multiplan Inc* e *Delman v. GigAcquisition*³, instaurate presso la *Court of Chancery* dello stato del Delaware. Come si vedrà, in entrambi i casi l'analisi della corte si focalizzerà sugli orizzonti applicativi della *business judgment rule* (che rende insindacabili le decisioni degli amministratori inerenti alla gestione dell'impresa) e della *entire fairness review* (che, invece, rende sindacabili nel merito le scelte degli amministratori da parte dell'autorità giudiziaria): l'interpretazione della corte, in particolare, metterà in evidenza il ruolo degli amministratori indipendenti, i quali risultano fondamentali al fine di garantire la correttezza procedurale e sostanziale dell'operazione SPAC. Come si vedrà, le potenziali soluzioni che potrebbero contribuire a migliorare la qualità delle operazioni SPAC e aumentare la tutela degli investitori sarebbero due, entrambe incentrate sulla figura degli amministratori indipendenti: infatti, potrebbe essere previsto un parere, da parte degli indipendenti, sull'attività di *due diligence* svolta dai promotori al fine di verificare l'adeguatezza del target scelto all'operazione straordinaria; alternativamente, un'ulteriore soluzione corrisponderebbe all'istituzione di un apposito comitato, composto da amministratori indipendenti, che fornisca un parere motivato sull'operazione straordinaria proposta.

La parte finale del capitolo, infine, illustrerà quali sono gli orientamenti in tema di conflitto di interessi sviluppate dalle autorità delle principali potenze economiche mondiali. Come si vedrà, tra i temi trattati dalle autorità vi è la trasparenza informativa, che deve essere garantita in fase di *business combination* al fine di evitare il sorgere di conflitti di interessi. Sotto tale punto di vista, dapprima si illustrerà la posizione della *Security Exchange Commission* (SEC), la quale richiede alle SPAC di attenersi a una maggiore trasparenza informativa, continuando con la descrizione delle posizioni assunte dalle maggiori autorità europee.

CAPITOLO 1 LE SPAC: UNA VISIONE D'INSIEME

1. COS'È UNA SPAC?

Le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) possono essere definite, in prima battuta, come società veicolo quotate orientate alla ricerca di una società non quotata, dotata di forti prospettive di crescita, e finalizzare con quest'ultima un'operazione di acquisizione straordinaria, al seguito del quale la società acquisita accede al pubblico mercato dove la SPAC è collocata.

In termini più specifici, questi veicoli societari sono costituiti, solitamente, sotto forma di S.p.A. da un gruppo di professionisti (*promoters*) per poi essere collocati sul mercato mobiliare attraverso un'IPO (*Initial Public Offering*) allo scopo di raccogliere i capitali che consentano alla società di finanziare l'operazione straordinaria; tali fondi, in particolare, vengono depositati in un apposito conto, chiamato *escrow account*. A seguito del collocamento, la SPAC avvia le attività di ricerca della società non quotata, definita come *target*, identificandola entro un breve periodo di tempo tramite un'attività di *due diligence*. Individuato il *target*, la società veicolo entra in trattativa con il *management* di quest'ultimo e, fissate le volontà delle parti in un documento chiamato *Master Agreement*, le due società si apprestano ad entrare nella fase più delicata dell'intera operazione SPAC, ovvero l'approvazione dell'operazione straordinaria, definita *business combination* oppure "operazione rilevante". L'operazione proposta dai *promoters*, infatti, deve superare il vaglio dei soci azionisti, i quali sono chiamati ad esprimere la propria preferenza attraverso l'esercizio del diritto di voto. Qualora il voto degli azionisti della SPAC raggiunga le soglie previste per la realizzazione della *business combination*, le due società si fonderanno in una nuova entità con la denominazione sociale, solitamente, del *target*; alternativamente, in caso di mancato raggiungimento delle maggioranze di voto necessarie, la SPAC potrebbe identificare una nuova società, sempre nel termine stabilito statutariamente, oppure procedere alla liquidazione.

Negli ultimi anni, la SPAC è andata affermandosi quale strumento di finanza innovativa e attirando crescente attenzione nei confronti di studiosi e operatori del panorama finanziario e giuridico. Le piene potenzialità di questi veicoli sono inesplorate, anche in virtù del loro recente sviluppo e della loro scarsa diffusione nel panorama domestico ed europeo, ma già l'attuale conformazione della SPAC permette di valutarle come uno strumento particolarmente

promettente, soprattutto per le piccole e medie imprese presenti nell'ecosistema economico italiano ¹.

2. LE POTENZIALITÀ DELLA SPAC NEL CONTESTO ITALIANO

La vasta presenza di piccole e medie imprese, note con l'acronimo di PMI ², rappresenta una delle ragioni per ritenere che le SPAC siano particolarmente adatte al panorama italiano. Osservando il fenomeno nel panorama domestico, secondo i dati riportati dall'ISTAT al 2020 su 4,4 milioni di imprese attive in Italia il 94,2 % è composto da microimprese con un numero di addetti non superiore a 10; ulteriormente, le imprese con un numero di addetti compreso tra 10 e 249 sono circa 214 mila, contribuendo per il 37,9 % alla creazione del valore aggiunto ³. Il peso delle piccole e medie imprese nell'economia domestica, in particolare, è molto rilevante: a titolo esemplificativo, nel computo del Prodotto Interno Lordo (PIL), le PMI generano Euro 2.834.000.000 in termini di fatturato, corrispondendo al 41% del totale del PIL italiano.

Tra le esigenze riscontrate dalla PMI vi è, senza dubbio, l'identificazione di un metodo conveniente e sostenibile per il reperimento di capitali che consentano a quest'ultime di crescere dal punto di vista dimensionale e qualitativo, migliorando conseguentemente l'offerta di beni e servizi. Sotto tale punto di vista, il principale canale di finanziamento è rappresentato dal ricorso al credito bancario, da sempre utilizzato in ambito domestico. Alternativamente, la ricerca di capitali che permettano all'impresa di crescere può essere realizzata sul mercato borsistico, in quanto l'accesso a quest'ultimo offre l'opportunità di attingere a ingenti capitali, permettendo di poter diversificare le fonti di finanziamento e rappresentando, quindi, una valida alternativa, per le imprese, al credito bancario.

¹ «Le SPAC rappresenteranno nei prossimi anni una asset class di sicuro appeal per gli investitori ed uno strumento di finanziamento strumento di finanziamento, incrementando le alternative al canale di finanziamento bancario tradizionale a disposizione degli imprenditori e quindi le possibilità di sviluppo e crescita delle medie imprese italiane e dell'economia reale» così VISMARA E GRECO, *Prefazione*, in GIGANTE, CONSO, *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, 9.

² La loro definizione è contenuta all'interno dell'art. 2 della Raccomandazione 2003/61/CE, che indica le PMI quali UE 1129/2017: alla luce della normativa, esse vengono definite quali aziende che presentano meno di 250 addetti, un fatturato annuo che non superi i 50 milioni di euro e un bilancio annuo che non superi i 43 milioni. Il concetto di PMI è stato approfondito ulteriormente dal legislatore comunitario, il quale con il regolamento UE 2017/1129 ha fornito una duplice definizione di PMI: infatti, l'art.2 afferma che vengono considerate PMI le imprese che soddisfino almeno due dei requisiti sanciti dalla raccomandazione 2003/61/CE o, alternativamente, rientrino nella categoria descritta dalla direttiva 2014/65/UE (c.d. MIFID II), la quale afferma che siano PMI le società che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a Euro 200.000.000.

³ I dati sono disponibili presso <https://www.istat.it/storage/ASI/2022/capitoli/C14.pdf>.

L'approdo nel pubblico mercato, in particolare, presenta diversi vantaggi per un'impresa: permette di facilitare la formazione di alleanze strategiche a livello internazionale, di offrire maggiore trasparenza agli *stakeholders* e di contribuire alla creazione di valore migliorando la *performance* aziendale.

Nel panorama domestico, tuttavia, il mercato dei capitali non è particolarmente sviluppato rispetto ad altre piazze europee: sotto questo punto di vista, le ragioni di tale fenomeno sono diverse. *In primis*, queste riguardano il tessuto imprenditoriale italiano il quale, per ragioni storiche e culturali, è da sempre stato contraddistinto dalla presenza di imprese a conduzione familiare. I soci di maggioranza, in particolare, risultano restii a cedere una parte della propria società, in quanto la cessione potrebbe determinare, sul lungo termine, la perdita del controllo: in tale prospettiva, l'accesso al mercato borsistico potrebbe non essere una soluzione gradita. Ulteriormente, il debole sviluppo dei mercati finanziari italiani è legato, in parte, alla natura del sistema economico, storicamente di carattere bancocentrico. Analizzando, invece, il versante squisitamente economico, la presenza di ingenti costi da sostenere, sia in fase di accesso che di permanenza nel pubblico mercato, tende a disincentivare le piccole e medie imprese nel realizzare la raccolta di capitale presso il pubblico mercato. I costi da sostenere, in particolare, sono di due tipologie: fissi, riguardanti i corrispettivi che spettano ai consulenti e a tutte le figure coinvolte nel processo di accesso al mercato mobiliare; variabili, definiti come percentuale dell'ammontare raccolto e detratti una volta conclusa, positivamente, la fase relativa al collocamento.

Nel contesto sopra descritto, le SPAC rappresenterebbero un valido strumento per consentire l'accesso al mercato borsistico e stimolare la crescita delle tante PMI dotate di potenziale che sono alla ricerca di capitali per finanziare lo sviluppo e il miglioramento dei servizi e prodotti offerti.

I vantaggi derivanti da un'operazione SPAC sono molteplici, sia dal punto di vista della società target, sia per quanto riguarda l'investitore.

Per quanto concerne la società bersaglio, questa accedrebbe al pubblico mercato nel quale la SPAC è locata a seguito della finalizzazione della *business combination*, risparmiando notevolmente sui costi che dovrebbero essere sostenuti seguendo l'iter tradizionale di quotazione ⁴ (il processo SPAC rappresenta, sotto tale aspetto, una quotazione "indiretta" del

⁴ LOMBARDO, "AIM, SPAC, equity crowdfunding, e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori", in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021, 31, ivi 42.

bersaglio ⁵); inoltre, le tempistiche di accesso sarebbero ridotte, in quanto l'approdo sul pubblico mercato si realizzerebbe con la *business combination*.

Dal punto di vista dell'investitore, l'investimento realizzato in SPAC rappresenta un'opzione particolarmente vantaggiosa, soprattutto per le caratteristiche strutturali di tali veicoli societari. L'investitore, infatti, ha la possibilità di disinvestire dalla società esercitando il diritto di recesso, esprimendo un voto negativo nei confronti l'operazione straordinaria proposta durante l'assemblea straordinaria qualora non sia convinto dell'appropriatezza della società *target* individuata dai *promoters*. Ulteriormente, la presenza di un conto vincolato dove vengono collocate le somme investite protegge gli azionisti della società da atti di *mala gestio* da parte dei promotori, in quanto i fondi collocati potranno essere utilizzate limitatamente a quanto definito dallo statuto della SPAC. In tale maniera, si pone un "contrappeso" al rischio intrinseco dell'investimento SPAC, caratterizzato dalla concentrazione del rischio e dalla pressoché assenza di diversificazione: infatti, se la società acquisita non rispettasse le aspettative, gli investitori registrerebbero una perdita che non sarebbe controbilanciata da profitti in altre attività.

3. LA RACCOLTA DI CAPITALE: I MERCATI MOBILIARI

Per poter offrire una visione d'insieme sulla fenomenologia riguardante le SPAC, è necessario presentare i mercati mobiliari dove avviene la raccolta di capitale realizzata dai veicoli societari oggetto della trattazione.

Nel panorama domestico, le SPAC possono accedere al mercato regolamentato *Euronext MIV Milan* e al sistema multilaterale di negoziazione *Euronext Growth Milan*. Prima di procedere all'illustrazione delle loro caratteristiche chiave, è doveroso presentare alcune nozioni preliminari, tipiche del diritto dei mercati finanziari, al fine di poter comprendere al meglio come gli operatori si muovano e quali soggetti siano coinvolti, partendo dalla distinzione delle due tipologie di mercati finanziari, ovvero regolamentati e non regolamentati.

Per mercati regolamentati si intendono mercati organizzati contraddistinti da un insieme organico di regole aventi il fine di garantire l'efficiente amministrazione e il corretto funzionamento del sistema: a tal proposito, è da considerarsi di essere in presenza di un mercato regolamentato quando il legislatore lo sottoponga al controllo di una pubblica autorità o ente preposto. A livello domestico, la disciplina normativa è rinvenibile nel d.lgs. 24 febbraio 1998,

⁵ LOMBARDO, "AIM, SPAC, equity crowdfunding, e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori", 38.

n.58 noto come Testo Unico della Finanza (T.U.F.) il cui testo identifica che l'attività di gestione di tali mercati deve essere affidata a soggetti ⁶ abilitati alla gestione, come sancito dall'art. 64 T.U.F. La società di gestione del mercato, nel caso corrente Borsa Italiana S.p.A., indica in appositi regolamenti le modalità di funzionamento dei mercati.

Quanto ai mercati non regolamentati, la categoria ricomprende tutte le tipologie non rientranti nell'elenco dei mercati regolamentati, contraddistinte da un sistema non organico di regole e con disposizioni provenienti da fonti di rango secondario (regolamenti o circolari) emanate dalla CONSOB o dalla Borsa Italiana S.p.A.

Dal punto di vista economico, i due mercati presentano differenze relative ai costi sostenuti, in quanto operare in un mercato regolamentato comporta maggiori spese per la società emittente dovuti ad obblighi di trasparenza e strutture di *governance* necessarie per legge, ma al contempo garantisce un maggiore controllo e dunque certezza per gli investitori. Viceversa, i mercati non regolamentati presentano requisiti di quotazione più flessibili e una maggiore possibilità di sviluppare asimmetrie informative, che rendono la selezione dell'investimento più complessa.

A livello europeo, è di rilievo la direttiva 2004/39 (CE), nota come direttiva (MIFID I) ⁷, che rappresenta il frutto della volontà di armonizzare la disciplina dei mercati finanziari a livello UE al fine di migliorare l'efficienza degli operatori. Ulteriori passi in avanti sono stati effettuati con il recepimento della direttiva 2014/65 (UE), nota come MIFID (II).⁸ Essa rappresenta un importante ammodernamento della disciplina sul funzionamento dei mercati finanziari, ponendosi l'obiettivo di creare un quadro chiaro e stabile che, attraverso la regolazione delle transazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione ⁹, potesse condurre ad una riduzione di costi di transazione per gli operatori finanziari e maggiore liquidità a livello di mercato ¹⁰. La disciplina della MIFID II prevede quattro tipologie di sedi di negoziazione: mercati

⁶ Spetta alla CONSOB supervisionare sul contenuto dei regolamenti di Borsa Italiana S.p.A.

⁷ Tale direttiva poneva tra gli obiettivi: lo stimolo della concorrenza; rafforzare l'integrità, la trasparenza e il corretto funzionamento dei mercati finanziari; tutelare gli investitori e uniformare le regole di condotta nella relazione tra intermediari e clientela; l'inclusione della gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione tra le attività di investimento.

⁸ La direttiva MIFID II interviene in materia di servizi di investimento al fine di garantire il corretto sviluppo e la trasparenza dei mercati finanziari all'interno dell'Unione Europea.

⁹ È definito come un sistema di negoziazione, ai sensi dell'art 1, comma 5-octies del T.U.F, gestito da un'impresa d'investimento o da un gestore di mercato, che consenta l'incontro tra interessi multipli di domanda e offerta relativi a strumenti finanziari, dando vita a contratti che li regolano tali interessi.

¹⁰ VENTORUZZO, *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, 278.

regolamentati (RM), sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), sistemi organizzati di negoziazione (OTF) e internalizzatori sistematici (IS):

- per RM si intende un sistema multilaterale gestito da un operatore di mercato autorizzato che permette e facilita l'incontro di domanda ed offerta di strumenti finanziari appartenenti a terze parti nel rispetto dei requisiti di accesso al mercato fissati dallo stesso operatore;
- per MTF si intende un sistema multilaterale di negoziazione, gestito da un'impresa d'investimento od operatore di mercato che permette l'incontro di domanda ed offerta di strumenti finanziari tra terze parti;
- per OTF si intende un sistema multilaterale di negoziazione che non rientra nella categoria di RM o MTF e nella quale molteplici controparti possono trattare strumenti finanziari quali derivati o prodotti di finanza strutturata.
- per IS si intende l'attività di negoziazione di imprese d'investimento che in modo organizzato negoziano per conto proprio gli ordini dei clienti facendo confluire i loro interessi di acquisto e vendita verso un'unica controparte.

Come osservato dalla dottrina, la presenza di un operatore di mercato autorizzato consente di qualificare una società quale “*public traded*” solo qualora i suoi strumenti siano quotati su un *regulated market* ¹¹.

3.1 EURONEXT MIV MILAN

L'*Euronext MIV Milan* costituisce il mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana dedicato esclusivamente alla quotazione di veicoli d'investimento e in particolare delle SPAC. In esso vengono quotati i veicoli di maggiore entità, i quali permarranno su tale listino finché, una volta conclusa la *business combination*, avranno raggiunto le caratteristiche necessarie per poter migrare sui listi principali, ovvero *Euronext Milan* ¹² e *Euronext Star Milan*. A tal proposito, Borsa Italiana consente la permanenza della società nel MIV per un periodo di tempo limitato, in modo tale da tutelare il corretto andamento delle contrattazioni di mercato.

Per quanto concerne l'organizzazione del MIV, esso è suddiviso in quattro segmenti:

¹¹ DE LUCA, *European Company Law*, 423.

¹² Mercato principale di Borsa Italiana dedicato a imprese di media e grande capitalizzazione al fine di raccogliere capitali provenienti da investitori istituzionali, professionali e privati: si tratta di un mercato regolamentato sottoposto a requisiti stringenti e allineato ai migliori standard internazionali.

- il primo segmento è denominato *Special Investment Vehicles*, nel quale sono quotate le SPAC. Esso è stato introdotto nel 2010, a seguito dell'approvazione da parte della CONSOB del nuovo regolamento di Borsa italiana. In tale segmento è possibile quotare veicoli d'investimento non diversificati e dunque caratterizzati da un rischio concentrato, il cui investimento è realizzabile solo da investitori istituzionale. Tra i requisiti di accesso, è richiesta una capitalizzazione di 40 milioni e un flottante¹³ del 25%;
- il secondo è dedicato alla negoziazione dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari; per l'ammissione si richiede che la società di gestione del risparmio abbia pubblicato almeno un rendiconto semestrale del fondo; richiede un flottante del 25%;
- nel terzo segmento rientrano le cosiddette *Investment Companies*, contraddistinte da politiche d'investimento caratterizzate da diversificazione e il cui oggetto sociale sia l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza in società quotate e no, strumenti finanziari, rami d'azienda o complessi aziendali. Richiede un flottante del 25%;
- Il quarto segmento è dedicato alle *Real Estate Investment Companies*, contraddistinte da politiche di investimento orientate alla diversificazione, in via prevalente nel settore immobiliare: richiede un flottante del 35%.

Tra i principali vantaggi della quotazione sul mercato *Euronext MIV Milan* vi sono la maggiore visibilità presso investitori specializzati, maggiore trasparenza sulla base di strutture legali sofisticate in un ambiente orientato alla flessibilità regolamentare, la presenza di un mercato secondario che consente la solida formazione del prezzo e la modalità di negoziazione particolarmente innovativa ancorata al valore unitario del NAV¹⁴.

3.2 EURONEXT GROWTH MILAN

Il mercato *Euronext Growth Milan* (EGM) è un sistema multilaterale di negoziazione, qualificato come mercato non regolamentato alla quale fanno ricorso le piccole-medie imprese e le società aventi alto potenziale di crescita: la disciplina di riferimento è il Regolamento AIM

¹³ Il flottante rappresenta la parte del capitale sociale in circolazione all'interno del mercato e quindi disponibile per le negoziazioni: in tale quota non vengono considerati eventuali patti parasociali, accordi di intrasferibilità e partecipazioni azionarie di controllo di durata superiore a sei mesi. Nel caso di OICR, fondi pensione ed enti previdenziali, rientrano nella quota le quote possedute da tali soggetti.

¹⁴ Esso rappresenta la somma dei valori di mercato delle attività di portafoglio di un fondo comune d'investimento e il numero di quote in circolazione: in particolare, corrisponde al prezzo che un investitore dovrebbe pagare per sottoscrivere nuove quote oppure al prezzo da incassare dal rimborso delle quote in possesso.

di Borsa Italiana S.p.A., modellato sulla falsariga dell'AIM del *London Stock Exchange* ma con adattamenti studiati appositamente per il tessuto imprenditoriale italiano ¹⁵.

Per quanto concerne i requisiti di accesso, essi sono contraddistinti da maggiore flessibilità regolatoria rispetto ai mercati regolamentati: tra questi, si evidenzia l'assenza di requisiti minimi per la capitalizzazione della emittente, con un capitale flottante pari al 10% del capitale totale che deve essere collocato presso almeno cinque investitori istituzionali. Tali requisiti riflettono la natura di questo mercato, che mira ad attrarre società ed operatori in un ambiente concepito per realtà emergenti ma connotate da un alto potenziale di crescita o per progetti imprenditoriali innovativi. In aggiunta, anche gli investitori retail possono accedere alle contrattazioni degli strumenti finanziari emessi dopo l'ammissione dell'emittente sul mercato secondario ¹⁶: tuttavia, a questi è precluso l'accesso alla fase iniziale di sottoscrizione degli strumenti finanziari, ovvero sul mercato primario ¹⁷, in quanto questa è riservata unicamente ad investitori professionali e istituzionali.

Nel caso delle SPAC, esse vengono definite come «*società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico*» e considerate società di investimento ai sensi dell'*Euronext Growth Milan* Regolamento Emittenti ¹⁸. L'art. 8 del Regolamento prevede che l'emittente debba effettuare una raccolta di almeno 30 milioni di euro che si concluda in data di ammissione o in prossimità della stessa; inoltre, il regolamento individua i requisiti richiesti ai promotori, dovendo tali soggetti essere dotati di comprovata esperienza nei settori di *private equity* ed *investment banking*.

Nel sistema multilaterale EGM, assume un ruolo cruciale la figura del *Euronext Growth Milan Advisor*. Tale figura è un professionista che funge da garante sulla qualità dell'investimento effettuato e che svolge le funzioni di *advisor* nei confronti della società emittente, offrendo assistenza durante la fase di collocamento e durante la permanenza sul mercato. I requisiti dell'*Advisor*, in particolare, sono:

- essere una banca o impresa d'investimento dotata di professionalità;
- sottoporre il bilancio al giudizio di un revisore legale o società di revisione;

¹⁵ QUATTROCCHIO E OMENGA, *L' Alternative Investment Market Italia (AIM)*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, V, 2016, 134, ivi 137.

¹⁶ Si intende per "mercato secondario" il mercato dove vengono negoziati gli strumenti finanziari già emessi dalle società.

¹⁷ Per "mercato primario" si intende il mercato dove avviene la sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione.

¹⁸ Il Regolamento AIM Italia è rinvenibile presso <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/02-regolamentoemittenti-03082021-conevidenza.pdf>.

- aver maturato consolidata esperienza nel settore *corporate finance*.

Tale soggetto, inoltre, può ricoprire il ruolo di *broker* e dunque sottoscrivere i titoli della società e assumere la posizione di *specialist*¹⁹ per garantire la liquidità dei titoli.

4. L'EVOLUZIONE DEL FENOMENO SPAC IN ITALIA

Analizzando il l'esperienza italiana in merito alla diffusione delle SPAC, si osserva che, dal 2011 a oggi, ben 31 SPAC sono approdate nei mercati gestiti e organizzati da Borsa Italiana S.p.A.. Per quanto riguarda il numero di SPAC quotate su *Euronext MIV Milan*, il fenomeno è stato contenuto, in quanto si è assistito alla quotazione di cinque veicoli societari; scenario differente, invece, su *Euronext Growth*, che si è rivelato il segmento di mercato più attraente per le SPAC. Infatti, sono state ammesse sul sistema multilaterale di negoziazione ben 26 società. Osservando il fenomeno SPAC, invece, dal punto di vista delle *business combination* realizzate, si nota che sul totale dei veicoli societari approdati sul pubblico mercato, in 23 casi l'operazione straordinaria sia andata a buon fine con conseguente realizzazione della *business combination*. Ulteriormente, è da osservare come il quantitativo di capitali raccolti sui mercati finanziari da parte delle SPAC sia particolarmente rilevante, in quanto tali veicoli societari hanno raccolto circa Euro 4.100.000.000: sul totale, Euro 3.000.000.000 provengono dal *Euronext Growth*, mentre Euro 1.100.000.000 sono stati raccolti su *Euronext MIV*, alla luce dei dati forniti da Borsa Italiana S.p.A.²⁰.

La prima SPAC che ha avuto accesso al mercato borsistico italiano è Italy 1 Investment S.A., società di diritto lussemburghese, che ha portato a quotazione sul MIV l'azienda IVS (International Vending Services) Group, l'allora leader italiano e terzo in Europa per la distribuzione automatica. La prima SPAC di diritto italiano, invece, è Se.Sa. S.p.A., quotata su *Euronext MIV Milan* nel giugno 2011 dopo che la raccolta di Euro 50.000.000. Essa, in particolare, è una delle principali società italiane per la produzione, fornitura e distribuzione di software e hardware alle piccole e medie imprese: come riportato dai dati post-quotazione, l'approdo al pubblico mercato ha comportato la crescita dei ricavi del 3% rispetto all'anno antecedente alla quotazione.

¹⁹ Lo *specialist* è un intermediario iscritto in un apposito elenco tenuto da Borsa Italiana S.p.A. con il compito di garantire la liquidità del mercato in fasi dove domanda e offerta possano risultare carenti. Le società di gestione devono nominare tale professionista, il quale ha il compito di esporre offerte di acquisto e vendita fino all'esecuzione di un numero massimo di lotti giornalieri.

²⁰ Dati borsa italiana reperibili su <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>.

Tra le altre SPAC che hanno realizzato la *business combination*, si può osservare che diverse primarie società sono approdate presso il pubblico mercato. A titolo esemplificativo, si richiama il caso di FILA (Fabbrica Italiana Lapis e Affini) S.p.A., storica società specializzata nel settore della moda e uno dei principali gruppi europei al tempo della quotazione presso *Euronext MIV Milan* nel 2015 a seguito della fusione con SPACE S.p.A. In particolare, tale operazione ha apportato diversi benefici, sia nei confronti di Fila S.p.A. e sia verso gli investitori della SPAC: dal punto di vista di Fila S.p.A., i ricavi hanno registrato una crescita del 21% dal momento dell'approdo su *Euronext MIV Milan*; gli investitori, invece, hanno visto crescere la partecipazione acquistata da Euro 9,50 fino a Euro 18,32 successivamente alla finalizzazione della *business combination*, registrando un'ingente crescita ²¹. Un ulteriore caso meritevole di essere richiamato riguarda la società Illimity S.p.A., banca digitale nata dall'operazione straordinaria tra Banca Interprovinciale (banca modenese) e la SPAC Spaxs S.p.A., realizzata nel 2018 a seguito della raccolta di capitale pari a Euro 600.000.000.: Illimity, in particolare, è specializzata nel fornire credito a piccole e medie imprese con alto potenziale di crescita.

5. UNO SGUARDO ALLA DISCIPLINA STATUNITENSE

La presentazione del fenomeno SPAC, infine, passa per la descrizione dei profili storici di tali veicoli d'investimento, che hanno le proprie radici presso gli Stati Uniti d'America. Sotto tale punto vista, è necessario analizzare quali siano stati i *driver* che hanno contribuito allo sviluppo delle SPAC, illustrando l'evoluzione della struttura societaria dalla nascita fino all'utilizzo odierno di tali veicoli societari.

5.1 PROFILI STORICI: DALLE BLANK CHECK COMPANIES AD OGGI

Le *Special Purpose Acquisition Companies* nascono dall'istituto statunitense delle *Blank Check Companies* (BCC): esse erano società costituite con lo scopo di realizzare una raccolta di capitale al fine di effettuare l'acquisizione o la fusione con una società preesistente, non ancora individuata al momento della costituzione.

La *Security Exchange Commission* (SEC) ²², le definisce come « *a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plan is to engage in*

²¹ GIGANTE e CONSO, *Le SPAC In Italia*, 75.

²² La *Security Exchange Commission* è l'organo federale operante negli Stati Uniti con il compito di vigilare e garantire il corretto funzionamento del mercato e tutelare gli investitori: in particolare, essa svolge funzioni regolatorie, tra cui il potere di emanare e modificare leggi e coordinare la supervisione sul mercato dei titoli americani con le altre autorità federali.

*a merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person»*²³.

Tali società operavano nel *Penny Stock Market*²⁴, ovvero un mercato dove venivano negoziate azioni di società emergenti, o pressoché sconosciute, in assenza di vigilanza da parte degli organi regolamentari²⁵. In virtù della carenza di un controllo da parte dell'autorità, gli investitori non preparati potevano essere vittime di frodi, in quanto era possibile acquisire strumenti finanziari a prezzi particolarmente gonfiati rispetto al loro reale valore²⁶.

In virtù della carenza di protezioni, la SEC assunse un atteggiamento ostile nei confronti delle BCC, le quali iniziarono ad essere considerate pericolose per gli investitori²⁷. Successivamente, il Congresso statunitense emanò il “*Security Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act*” nel 1990: attraverso questa legge, il Congresso regolò per la prima volta il *Penny Stock Market*, conferendo alla SEC ampi poteri regolamentari su tale mercato²⁸. In particolare, una norma, la c.d. *Rule 419*, ebbe un notevole impatto sulle *Blank Check Companies*²⁹, in quanto le autorità imposero diversi obblighi a loro carico, tra cui:

- l'istituzione di un conto vincolato, chiamato *escrow account*, presso la quale depositare i fondi degli investitori;
- l'indicazione un termine massimo, di diciotto mesi, entro il quale realizzare l'investimento proposto;
- la previsione, per i soci, di recedere ed essere rimborsati delle somme investite³⁰.

Con l'avvento della nuova regolamentazione, si registrarono immediati effetti positivi sul mercato: l'imposizione dell'*escrow account* proteggeva gli investitori da un uso illegittimo dei fondi, mentre l'obbligo di concludere la *business combination* in un tempo determinato

²³ La definizione è consultabile presso <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>.

²⁴ Mercato dove sono trattati strumenti finanziari emessi da società estremamente ridotte ad un valore inferiore a 5\$ per azione: in particolare, tali erano contraddistinti dall'assenza di valori contabili che impedivano la corretta e veritiera valutazione del rischio dell'investimento.

²⁵ PAOLETTI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, in *Riv. Soc.*, 2017, 1145, *ivi* 1148.

²⁶ Spesso, gli operatori del suddetto mercato entravano in contatto con investitori contraddistinti da poca esperienza, riuscendo a far acquistare loro titoli di bassa qualità, prospettando margini di crescita sostanziosi e lauti guadagni, spesso attraverso progetti irrealizzabili.

²⁷ A cavallo degli anni Novanta, le BCC non erano ben viste agli occhi dei regolatori americani: la presidente della *Security Exchange Commission* Mary Shapiro dichiarò quanto suddette società fossero pericolose per realizzare investimenti, scoraggiando i potenziali investitori dal compiere operazioni con operatori di tale mercato.

²⁸ D'ALVIA, “*SPACs: limiti e prospettive tra hard law e soft law*” in *Riv. Soc.*, 1170.

²⁹ HEYMAN, *From Blank Check to SPAC*, in *entr. Business law journal*, 2007, 538.

³⁰ RIEMER, *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?* 85 WASH. U. L. REV. 931 (2007), 942.

consentiva di avere un veloce riscontro sull'investimento effettuato; inoltre, la facoltà di recedere garantiva maggior protezione per gli investitori; infine, il rimborso delle somme investite permetteva di realizzare un investimento a basso rischio per i sottoscrittori. A seguito dell'istituzione di tali presidi, si registrò un calo riguardo le BBC presenti sul *Penny Stock Market*: l'intervento legislativo equipaggiò gli investitori di validi strumenti di protezione³¹, scoraggiando la costituzione di nuove società da parte di uomini d'affari che potessero mettere in pericolo i risparmiatori meno esperti³².

In questo contesto nacquero le prime SPAC. Esse erano emittenti di strumenti finanziari superiori a DOLLARI 5.000.000, il che permetteva loro di godere dell'esenzione prevista dalla Rule 3a51-1³³ e di conseguenza di non essere soggette alla Rule 419. Nonostante ciò, le prime SPAC decisero di conformarsi volontariamente alla normativa prevista per le BBC, rispettando i parametri imposti e aggiungendo nuove caratteristiche, in modo tale da garantire protezione agli investitori e aumentare l'appetibilità dell'investimento proposto. Tra le più importanti aggiunte, venne stabilito che la società identificata come *target* dovesse avere un valore corrispondente all'ottanta per cento dell'ammontare depositato nell'*escrow account*; inoltre, la *business combination* poteva essere realizzata solo con l'approvazione della maggioranza degli investitori³⁴. Tali caratteristiche favorirono la crescita delle SPAC sul mercato americano, le quali iniziarono ad essere attenzionati anche da banche d'investimento e grandi società³⁵.

Un ulteriore evento favorevole allo sviluppo delle SPAC si verificò nel 2005, ovvero quando l'*American Stock Exchange (AMEX)*, consentì l'accesso al mercato a tali veicoli d'investimento³⁶. Successivamente, anche il *National Association Of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)* e il *New York Stock Exchange, (NYSE)*, aprirono alla

³¹ CASTELLI, *Not guilty by association: why the taint of their blank check predecessors should not stun the growth of special purpose acquisition companies*, in *50 Bos. Coll. Law Review*, 248 (2009)

³² CHIOMENTI E GRAFFI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, in *Giur. Comm.*, III, 2010,445, ivi 446.

³³ La Rule *3a-51-1* fornisce la definizione di *penny stock*, secondo il quale appartengono a tale categoria gli strumenti finanziari il cui valore sia inferiore a quattro dollari per azione: inoltre, non sono considerate emittenti di *penny stocks* le società che abbiano raccolto un capitale inferiore a DOLLARI 5.000.000

³⁴ CASTELLI, *Not guilty by association: why the taint of their blank check predecessors should not stun the growth of special purpose acquisition companies*, in *50 Bos. Coll. Law Review*, 251 (2009).

³⁵ La società che avviò il primo "boom" delle SPAC fu una banca d'investimento americana, chiamata Early Bird Capital, guidata dal manager David Nussbaum, la quale si focalizzò su tali operazioni e riuscendo a condurre alla *business combination* circa l'82% delle società assistite.

³⁶ Come riporta la dottrina (RODRIGUES & STEGEMOLLER, *Exit, Voice And Reputation: The Evolution Of Spacs*, in *Ug Legal studies research paper no.11-12*, 2011, 31) la crescita delle SPAC è testimoniata anche dal numero di IPO: infatti, nel 2007 le IPO di SPAC corrispondevano al venticinque per cento del mercato statunitense.

quotazione delle SPAC. Da quel momento, questi veicoli societari hanno riscosso molto successo negli Stati Uniti, diventando una parte importante del tessuto economico.

Conclusa l'esposizione dei fatti storici riguardanti le SPAC, seguirà una breve illustrazione riguardo le caratteristiche principali che contraddistinguono tali società negli Stati Uniti: in questo modo, si introdurranno alcuni profili che saranno *in primis* oggetto di un'analisi approfondita nel secondo capitolo con riferimento alla disciplina italiana e, successivamente, aiuteranno a chiarificare alcuni elementi riguardo il terzo capitolo, ovvero relativo ai conflitti di interesse delle SPAC negli Stati Uniti.

5.2 LE CARATTERISTICHE DELLA SPAC NEGLI USA

Nell'esperienza statunitense, la SPAC viene costituita e controllata da un soggetto con ingenti disponibilità finanziarie, definito *sponsor*, identificato in un gruppo composto da *managers* di alto profilo od operatori altamente specializzati nelle operazioni *M&A*³⁷ e di *private equity*³⁸.

Antecedentemente alla fase di IPO, lo *sponsor* realizza un collocamento privato, attraverso cui esso sottoscrive il 20 % del capitale sociale sotto forma di azioni speciali, chiamate *founder shares*, dalla cui conversione deriverà la remunerazione dello sponsor stesso³⁹, definita "*promote*": tale caratteristica risulterà molto importante per comprendere la natura dei conflitti di interesse che insorgono in tali veicoli societari.

Per quanto riguarda la fase di accesso al mercato borsistico, la SPAC dovrà compilare un *Offering Memorandum*, ovvero un documento contenente tutte le informazioni riguardanti i soggetti coinvolti e i dettagli dell'operazione che si intende sviluppare. Esso viene identificato nel *Form S-1 Registration Statement*, nella quale vengono descritte tutte le informazioni riguardanti l'emittente⁴⁰. Suddiviso in sezioni⁴¹ nelle quali si possono reperire tutte le

³⁷ Con tale definizione si intendono le operazioni di fusione e acquisizione riguardanti le società.

³⁸ I promotori, in particolare, non sono tenuti ad occuparsi esclusivamente della SPAC ma anche di altre attività: per tale motivo, è frequente che essi riconoscano un *right of first review*, ovvero una prelazione nel presentare le opportunità d'investimento, derivanti dal network dei *promoters*, vengano dapprima presentate alla SPAC.

³⁹ LAKICEVIC&VULANOVIC, *A story of SPACs*, in *39 Managerial Finance*, 11, (2011).

⁴⁰ Il documento può essere paragonato al prospetto informativo previsto dalla normativa italiana, ma si presenta molto più complesso e articolato di quest'ultimo.

⁴¹ È bene ricordare le sezioni che lo compongono:

- fattori di rischio, ovvero dove viene esposta agli investitori un'analisi sui fattori di rischio che connotano l'offerta rendendola speculativa o rischiosa;
- scenari futuri, ovvero dove vengono inserite le previsioni sulle performance aziendali;
- impiego dei proventi, ovvero la stima che la società prevede riguardo gli aderenti all'offerta e l'indicazione su cosa verranno utilizzati i fondi;
- l'illustrazione e analisi del management, ovvero la sezione comprendente le voci sulla liquidità, risorse di capitale, accordi fuori bilancio e obblighi contrattuali;

informazioni riguardo la società, l'approvazione del suo contenuto da parte della SEC è un passaggio fondamentale da soddisfare per l'emittente. Tra le parti maggiormente consultate dagli investitori, vi è il *Prospectus Summary*, ovvero il riassunto dell'intero contenuto del *Registration Statement* ⁴².

Riguardo l'approdo sul pubblico mercato, le SPAC frequentemente si collocano presso il NYSE, e presso il NASDAQ, offrendo agli investitori un pacchetto di strumenti finanziari composto da *common shares* e *warrant* di sottoscrizione, la cui natura verrà approfondita in seguito.

Dopo aver concluso la fase di raccolta del capitale, le somme vengono depositate nell'*escrow account*: esse potranno essere ritirate qualora non venga finalizzata la *business combination* alla scadenza del termine per la ricerca del target oppure per impossibilità nell'individuare, ferma la possibilità per i soci di rinunciare all'investimento attraverso l'esercizio del *redemption right* con la conseguente restituzione delle somme. I fondi, inoltre, vengono impiegati in investimenti su obbligazioni, come ad esempio i *treasury bond* caratterizzati da un basso livello di rischio e che possano al contempo garantire la maturazione delle somme investite ⁴³.

Negli Stati Uniti si registra una forte presenza di soggetti *P.I.P.E.* ⁴⁴, acronimo di *Public Investment in Private Equity*, ovvero investitori istituzionali, i quali acquisiscono partecipazioni della SPAC nella fase successiva alla quotazione ⁴⁵. Essi hanno la possibilità di accedere a informazioni confidenziali riguardo la società e possono realizzare la compravendita di un ampio lotto di partecipazioni azionarie a un prezzo ribassato rispetto al prezzo di quotazione ⁴⁶.

-
- compensi del management, dove vengono illustrate le forme di retribuzione spettanti ai direttori e agli amministratori esecutivi.

⁴² È sottolineato in TASCA E GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, 331 che esso non contenga la totalità delle informazioni riguardo l'investimento proposto, ma, nonostante ciò, gli investitori prediligono informarsi sull'offerta principalmente consultando la sezione a scapito delle altre. Per questo motivo, solitamente gli sponsor inseriscono delle dichiarazioni, precisamente all'inizio del documento, che proteggano la società da qualsiasi azione di responsabilità avviata dagli investitori per via della carenza di informazioni nella sezione trattata.

⁴³ I *treasury bond* sono i buoni del Tesoro rilasciati dal governo statunitense: tali obbligazioni rappresentano uno strumento di finanziamento del debito pubblico.

⁴⁴ KLAUSNER, OHLROGGE, RUAN, "A sober look at SPAC", in *39 Y. J. on Regulation*, 13, (2022).

⁴⁵ La diffusione di tale fenomeno trova la sua spiegazione nella volontà, da parte dello sponsor, di aumentare la liquidità detenuta in ottica operazione rilevante.

⁴⁶ Spesso, tali soggetti corrispondono a fondi *private equity* o *hedge fund* la cui presenza può spingere gli investitori ad aumentare la loro fiducia nell'investimento.

Successivamente, lo sponsor inizia la fase di *due diligence* che la porterà ad individuare la società bersaglio con la quale realizzare la *business combination* entro, solitamente, 24 mesi. Una volta identificata, vi saranno le trattative con il *target*, che culmineranno con il raggiungimento di un accordo, chiamato *merger agreement*, antecedente alla *business combination* in cui verranno fissate tutte le caratteristiche dell'operazione.

In seguito, la SPAC dovrà comunicare ai soci azionisti la data della fissazione dell'assemblea speciale per l'approvazione della *business combination* in un apposito documento informativo, chiamato *proxy statement*, contenente tutte le informazioni relative all'operazione. In sede assembleare, infine, gli azionisti e lo sponsor saranno chiamati ad esprimere il proprio voto sull'operazione proposta: qualora esso risulti positivo per la maggioranza dei votanti la *business combination* verrà finalizzata.

Alternativamente al voto assembleare, osserva la dottrina ⁴⁷, la SPAC ha la possibilità di compiere una *Tender Offer*, ovvero un'offerta pubblica di acquisto, sulle azioni degli investitori al fine di realizzare l'acquisizione della società target ad un prezzo corrispondente al valore *pro rata* della liquidità conservata nell' *escrow account* ⁴⁸.

⁴⁷ D'ALVIA, *Mergers, Acquisition and Financial Regulation*, 202.

⁴⁸ La prima SPAC a completare la *business combination* in tale modo fu Street General Acquisition Corp. SPAC nel dicembre 2019: la società ha completato l'operazione con il target Crumbs Holding LLC, società operante nel settore gastronomico.

CAPITOLO 2: L'ANATOMIA DELLA SPAC E I SUOI ASPETTI PATOLOGICI

1. LA SPAC NEL CONTESTO NORMATIVO ITALIANO

Come illustrato in precedenza, le *Special Purpose Acquisition Companies* sono veicoli societari nati negli Stati Uniti e che solo nell'ultimo decennio hanno avuto diffusione nel panorama domestico. Nel nostro ordinamento, in particolare, tali società non sono definite e regolate da una normativa *ad hoc*, né a livello primario, né secondario⁴⁹: per tale motivo, è necessario identificare il perimetro normativo nel quale collocare tali veicoli societari.

In prima battuta, si può osservare che in Italia, dal 2011 a oggi, le SPAC sono state costituite come società per azioni (S.p.A.), e dunque sono soggette alla disciplina contenuta nel Capo V, Titolo V, Libro V del Codice civile. Nell'identificazione del perimetro normativo, vi sono differenze tra le SPAC quotate su *Euronext MIV Milan* e ammesse su *Euronext Growth Milan*: le prime, infatti, sono società con azioni quotate in un mercato regolamentato, e dunque sono soggette alla disciplina riguardo gli emittenti con azioni quotate descritta dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 noto come Testo Unico della Finanza (T.U.F.), del regolamento attuativo CONSOB 11971/99 e dal Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana.. Per quanto riguarda le società ammesse a EGM, quest'ultime sono soggette alla disciplina contenuta nel T.U.F, nel Regolamento Emittenti *Euronext Growth Milan*, nel Regolamento Operatori e delle Negoziazioni e nel Regolamento *Euronext Growth Advisor*. Non essendo le SPAC ammesse su EGM società con azioni quotate in mercati regolamentati, è necessario verificare se esse possano essere considerate emittenti con azioni diffuse in pubblico in maniera rilevante, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c. che definisce le società ricorrenti al mercato del capitale di rischio. Secondo la norma, vengono considerate tali le società con azioni quotate nei mercati regolamentati e le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante. Quest'ultime, in particolare, presentano i seguenti presupposti: la presenza di un numero di azionisti, diversi dai soci di controllo, in misura superiore a 500 che detengano una partecipazione al capitale sociale dal valore complessivo del 5%; l'impossibilità di redigere il bilancio in forma

⁴⁹ La dottrina (D'ALVIA, *SPAC: limiti e prospettive*, 1167, *ivi* 1168) riporta che le forme di regolamentazione possono essere osservate nei paesi asiatici quali la Corea del sud, dove la SPAC è stata definita attraverso una legislazione di "*hard law*", e la Malesia, la quale ha normato la disciplina su tali società all'interno di linee guida, nonostante quest'ultime siano uno strumento di "*soft law*" e dunque non vincolante nei confronti dei soggetti emittenti.

abbreviate secondo l'art. 2435-bis, comma 1, c.c.. Nel considerare le SPAC ammesse su EGM come società aventi azioni diffuse sul mercato in maniera rilevante, non vi è unitarietà di visioni in dottrina: infatti, una parte sostiene che le SPAC ammesse a EGM non rientrino nella definizione in quanto possono redigere il bilancio in forma abbreviata, dato che i ricavi e i requisiti registrati in prassi risultano inferiori a quelli richiesti dall'art.2435-bis⁵⁰; altra parte della dottrina, invece, ritiene che esse siano considerate società aventi azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante dato che l'ammissione a EGM comporterebbe il verificarsi di tale circostanza⁵¹.

1.1 IL RAPPORTO CON LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

Un aspetto meritevole di analisi, infine, è il rapporto tra l'attività d'investimento svolta dalla SPAC e la gestione collettiva del risparmio (GCR).

Preliminarmente, la gestione collettiva del risparmio, secondo l'art. 1, comma 1, T.U.F, è identificata come l'attività di gestione di organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR) e dei relativi rischi. Gli OICR, in particolare, vengono definiti quali soggetti che investono in strumenti finanziari (ad es. azioni e obbligazioni, o altre attività) i fondi raccolti presso il pubblico dei risparmiatori⁵². Tali organismi, per essere considerati tali, devono essere contraddistinti da elementi quali: l'offerta di azioni con conseguente raccolta di capitale tra una pluralità d'investitori; l'autonomia e gestione in monte del patrimonio rispetto ai soggetti investitori⁵³; l'investimento in beni mobili, strumenti finanziari, partecipazioni sulla base di una politica predeterminata⁵⁴.

Nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, i veicoli d'investimento si distinguono in fondi d'investimento alternativi (c.d. FIA) di tipologia chiusa e veicoli d'investimento non rientranti nell'ambito della disciplina sulla GCR. Tale distinzione risulta fondamentale, in

⁵⁰ GIGANTE e CONSO, *Le SPAC In Italia*, 41.

⁵¹ Sul punto, DONATIVI E CORIGLIANO, *Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità con il diritto italiano*, in *Soc*, 2010, 17, ivi 21.

⁵² CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, III, Contratti, Titoli Di Credito, Procedure Concorsuali*, a cura di M. Campobasso UTET, Torino, 2022, 182.

⁵³ Secondo la dottrina (ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 219) la gestione collettiva è spersonalizzata, essendo svolta in via uniforme per tutti i partecipanti della società e condotta in via autonoma da parte del gestore nei confronti dell'investitore: non vi è il rapporto individuale e personalizzato che contraddistingue la gestione individuale del portafogli, in quanto il gestore persegue un'uniforme politica di investimento.

⁵⁴ Secondo la dottrina (ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 243) tale politica è individuata dalla presenza di fattori quali: la presenza di un documento in cui essa è sancita; la società assume un obbligo nei confronti degli investitori; vengono specificati i criteri che caratterizzeranno la politica, quali le categorie di attività dove investire e le strategie da perseguire.

quanto a seguito della direttiva 2011/65 (c.d. GEFIA), il servizio di gestione collettiva del risparmio, offerto in via professionale, è soggetto ad una riserva di attività, potendo essere fornito esclusivamente da un gestore autorizzato. La direttiva europea, in particolare, mira a creare un quadro regolamentare chiaro e univoco, al fine di garantire la stabilità del sistema finanziario e di tutelare gli investitori attraverso l'inserimento di una riserva di attività nei confronti dei gestori. È necessario, dunque, valutare se le SPAC rientrano nella fattispecie di applicazione della direttiva.

Sul tema, Banca d'Italia si è espressa nell'approvazione del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, sostenendo che le SPAC siano esenti dalla direttiva GEFIA nella misura in cui rientrano nell'esenzione prevista dall'art 32 *-quater*, comma 2, T.U.F. per le società di partecipazione finanziaria, ovvero quando il veicolo non abbia come scopo il disinvestimento della società *target* e persegua strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento di valore nel lungo periodo ⁵⁵.

Anche in dottrina ⁵⁶ è opinione diffusa che le SPAC non rientrino nell'ambito di applicazione per diverse ragioni. In primis, la gestione del patrimonio della SPAC da parte dei *promoters* non presenta i tratti tipici della GCR in quanto la decisione riguardo la finalizzazione o meno della *business combination* è rimessa nelle mani degli azionisti della SPAC, i quali hanno il potere di approvare o meno l'operazione straordinaria proposta ⁵⁷. In seconda battuta, il ritorno sull'investimento spettante agli azionisti non presenta i tratti di rendimento finanziario aggregato (c.d. *pooled return*) ⁵⁸ in quanto l'attività dei *promoters* non è quella di realizzare una diversificazione dell'investimento (che nella SPAC risulta pressoché assente) bensì di individuare, attraverso un'attività di *scouting* ⁵⁹, una società idonea nella quale conferire la liquidità tratttenua nell'*escrow account* ⁶⁰. Infine, l'investimento in SPAC non presenta una remunerazione collegata alla dismissione dello stesso, ma bensì al rischio di attività d'impresa dovuto alla capacità del *target* di adattarsi nel mercato di riferimento.

⁵⁵ GARRAMONE, *Una Panoramica In Tema Di "Special Purpose Acquisition Companies" (SPAC)*, in *Banca, Impresa e Soc.*, I, 2020, 131, *ivi* 157.

⁵⁶ SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015, 387, *ivi* 446.

⁵⁷ Cfr. WEISS, *SPAC in the AIMFD context*, in *Financial Law Review*, 47.

⁵⁸ BARCELLONA, *La gestione collettiva del risparmio a seguito della direttiva GEFIA: investment companies, family offices, club deals, SPAC, holding companies.*, in *Giur. Comm.*, 2018, 95.

⁵⁹ BARCELLONA, *La gestione collettiva del risparmio a seguito della direttiva GEFIA: investment companies, family offices, club deals, SPAC, holding companies*, in *Giur. Comm.*, 2018, 51.

⁶⁰ Si intende un ritorno costante sull'investimento effettuato. Per approfondire, confronta SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento*, 446.

In conclusione, è possibile affermare che le SPAC non rientrino nell'ambito della direttiva GEFIA, e dunque non debbano essere considerate come FIA ⁶¹.

2. IL CICLO VITALE DI UNA SPAC

Realizzata la descrizione del perimetro normativo nel quale identificare le SPAC, si procederà con l'illustrazione, in maniera approfondita, degli aspetti tecnici che caratterizzano il ciclo vitale di tali veicoli societari, partendo dapprima dalla loro costituzione, passando per la fase di accesso al mercato e la successiva ricerca della società target fino ad arrivare alla realizzazione della *business combination*. La descrizione di tali aspetti, in particolare, avrà un ruolo importante nella comprensione degli aspetti patologici delle SPAC, ovvero i conflitti di interesse.

2.1 IL PROFILO DEI *PROMOTERS*

La costituzione della SPAC viene realizzata dai c.d. *promoters* (promotori), i quali svolgono delle funzioni di importanza primaria nell'intera vita dei veicoli societari descritti. Costoro ricoprono spesso il ruolo di amministratori della società e, come mostrato dall'esperienza italiana, si occupano in prima persona di diverse fasi che contraddistinguono il ciclo vitale della SPAC: in primis, i *promoters* realizzano la stesura dello statuto della neonata società, il cui contenuto non risulterà particolarmente articolato per via della carenza di decisioni rilevanti da svolgere prima della quotazione; ulteriormente, i promotori realizzano lo studio necessario per identificare il *target* societario adatto all'investimento proposto e conducono le trattative con il management della società bersaglio, definendo con quest'ultimo i termini dell'operazione che si andrà a realizzare.

Tra le caratteristiche tipiche dei promotori, il fenomeno SPAC mostra che essi risultano dotati di esperienza in materia di investimenti ed operazioni di finanza straordinaria, spesso accumulata ricoprendo ruoli apicali in settori come *M&A*, *investment banking* o *private equity* ⁶². In particolare, il *promoter* deve essere in grado di delineare una strategia di base e attuare scelte efficienti tempestivamente (*execution*), deve possedere un elevato livello di preparazione nella ricerca e individuazione della società *target* e avere esperienza consolidata nella

⁶¹ ANNUNZIATA, PASSADOR e CHISARI, *SPAC and the Italian capital market: practices beyond the European legal framework of financial regulation*, Routledge, 2021, 3.

⁶² L'assunto è supportato anche da quanto prescritto all'art. 8 Regolamento Emittenti AIM: secondo la previsione, i promotori devono aver ricoperto ruoli apicali in:

- società operanti nel mercato primario;
- operazioni di *private equity*;
- settore dell'*investment banking*.

negoziiazione. La presenza di promotori qualificati, che posseggano le caratteristiche sopra elencate, rappresenta una delle chiavi del successo di un'operazione SPAC e, in particolare, uno dei *driver* di valutazione dell'investimento proposto, in quanto gli investitori, prima dell'identificazione del *target*, valutano il profilo dei *promoters* per comprendere se l'investimento in SPAC possa rivelarsi profittevole o meno.

La competenza dei promotori, dunque, è un elemento chiave per il successo dell'operazione SPAC, rappresentando una *conditio sine qua non*" per l'ottenimento di un ritorno positivo dell'investimento effettuato da parte dei soci che hanno aderito all'offerta pubblica. Sotto tale punto di vista, a titolo esemplificativo è possibile richiamare il caso della SPAC Green Italy S.p.A ⁶³, specializzata nel settore della *green economy*: tale società, approdata nel mercato *Euronext Growth Milan* nel 2013, annoverava tra i soci promotori diverse società specializzate nel settore economico-finanziario, tra cui Vedogreen, operante nella finanza per le imprese operanti nella *green economy*.

2.2 GLI STRUMENTI FINANZARI OFFERTI: UN QUADRO D'INSIEME

L'analisi degli elementi fondamentali che contraddistinguono i prodotti finanziari offerti dalla società veicolo è il prossimo punto della trattazione. Attraverso l'illustrazione dei meccanismi che si celano dietro questi strumenti finanziari, si proverà a fornire al lettore una panoramica dettagliata e completa riguardo gli interessi economici che contraddistinguono l'operazione SPAC, in quanto la loro comprensione sarà fondamentale per comprendere approfonditamente gli aspetti critici che caratterizzano la struttura della SPAC.

Gli strumenti finanziari offerti dalla società veicolo si suddividono in tre categorie: da un lato, vi è la presenza di azioni speciali, sottoscritte dai *promoters*; dall'altro, vi sono le azioni ordinarie offerte agli investitori durante la fase accesso al pubblico mercato; infine, i c.d. *warrants* di sottoscrizione, che possono essere assegnati sia agli investitori, sia ai *promoters*.

Le azioni speciali

Nell'esperienza italiana le azioni speciali (denominate anche *sponsor equity*) vengono sottoscritte dai *promoters* prima dell'inizio della fase di IPO attraverso un c.d. collocamento

⁶³ Tale società si propone di operare nei confronti delle società di medie dimensioni, non quotate e con grandi prospettive di crescita operanti in particolare nel settore *green economy*. La SPAC era stata promossa da Vedogreen, Idea Capital Funds SGR e Matteo Carlotti, noto per essere stato il promotore della prima Spac italiana Made in Italy.

privato corrispondendo, solitamente, al 20% del capitale sociale della SPAC. In particolare, esse presentano delle caratteristiche peculiari, tra cui⁶⁴:

- un vincolo d'intrasferibilità, ovvero il cosiddetto *lock-up*, fino a quando non sia realizzata l'operazione rilevante;
- la carenza il diritto di voto sia nelle assemblee ordinarie, sia straordinarie;
- l'assenza del diritto alla distribuzione degli utili nella fase successiva alla *business combination*, salvo il diritto a partecipare alla distribuzione delle riserve disponibili qualora la SPAC si sciolga anticipatamente al termine fissato statutariamente;
- il diritto alla liquidazione, in via postergata, delle quote segregate nell'*escrow account* rispetto ai titolari di azioni ordinarie.

È interessante notare l'assenza del diritto di voto tra le caratteristiche richiamate: la scelta potrebbe essere giustificata dal fine di evitare che i soci promotori abbiano la possibilità di votare in assemblea in ordine all'operazione rilevante, in quanto quest'ultima sia stata proposta proprio da questi.

Le azioni ordinarie

Riguardo le azioni sottoscritte dagli investitori durante la fase di collocamento sul pubblico mercato, esse non presentano differenze dal punto di vista giuridico con la categoria delle azioni ordinarie, in quanto l'emittente è una società per azioni e dunque ha come riferimento la disciplina agli artt. 2346 ss. c.c. La partecipazione azionaria, in particolare, consegna all'investitore una serie di diritti patrimoniali e amministrativi che consentono di partecipare attivamente alla vita societaria e trarre profitto dalle politiche imprenditoriali avviate: di particolare rilevanza, nel contesto delle SPAC, è il riconoscimento del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c..

Solitamente, le azioni ordinarie delle SPAC presentano un prezzo di collocamento di circa Euro 10,00 per azione: le motivazioni dietro tale valutazione corrispondono al fatto che, al momento della sottoscrizione, la SPAC non è ancora una società operativa; pertanto, le informazioni a disposizione del mercato non possono concernere la storia della società o i dati economico-finanziari. Dunque, il prezzo delle azioni è determinato su base meramente reputazionale,

⁶⁴GARRAMONE, *Una panoramica in tema di "Special Purpose Acquisition Companies" (SPAC)*, 138.

basandosi principalmente sulla figura dei *promoters* e sulle conoscenze che questi ultimi vantano con gli intermediari che effettuano il collocamento sul mercato dei titoli ⁶⁵.

I warrants di sottoscrizione

Infine, i *warrants* di sottoscrizione appartengono alla terza categoria di strumenti finanziari offerti da una SPAC. Prima di procedere alla loro descrizione nei veicoli oggetto della trattazione, se ne illustreranno le caratteristiche principali.

Essi sono definiti come strumenti derivati del tipo opzione ⁶⁶ che attribuiscono al titolare il diritto di sottoscrivere, acquistare o vendere una determinata quantità di titoli, a un prezzo prestabilito ⁶⁷, noto come *strike price*, in un determinato momento futuro ⁶⁸ e secondo un rapporto di esercizio prefissato: in particolare, sono rappresentati da titoli di credito al portatore che attribuiscono al sottoscrittore un'opzione contrattuale e devono essere offerti ai soci attuali ⁶⁹. Principalmente, è possibile distinguere due tipologie di *warrants*: quelli di tipo americano, che attribuiscono il diritto di poter esercitare in qualunque momento antecedente la scadenza l'opzione del portatore; quelli di tipo europeo, caratterizzati da vincoli di esercizio.

Nelle SPAC, i *warrants* possono essere emessi secondo due categorie: si distinguono i c.d. *sponsor warrants* ⁷⁰, i quali sono assegnati ai promotori in concomitanza con le azioni speciali, e i c.d. *market warrants*, offerti in maniera gratuita al pubblico dei risparmiatori aderenti all'offerta pubblica in aggiunta alle azioni sottoscritte. Questa caratteristica, in particolare, consente al titolare di scindere tale pacchetto, rendendo negoziabili i warrant in maniera separata rispetto alle azioni ordinarie (in quanto le azioni speciali sono oggetto di *lock up*).

⁶⁵ Merita una riflessione il rapporto tra le figure del promoter e del collocatore, soprattutto riguardo la possibilità che il primo svolga il lavoro del secondo: tale opzione non parrebbe percorribile, in quanto il listing agent e l'EGM Advisor sono figure obbligatorie per il Regolamento di Borsa Italiana.

⁶⁶ Il diritto di opzione riguarda il diritto dei soci azionisti di poter essere preferiti a terzi nella sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale a pagamento: esso svolge il compito di mantenere inalterata la percentuale di partecipazione azionaria di ciascun socio, consentendo al socio azionista di realizzarne l'alienazione qualora decida di non partecipare all'aumento di capitale.

⁶⁷ Il prezzo di emissione dei warrants può essere valutato secondo due tipologie, ovvero "*in the money*" e "*out of the money*". Se il warrant è di tipologia *call*, ovvero incorpora il diritto di acquistare il sottostante, l'investitore ottiene un controvalore in titoli maggiore del prezzo d'acquisto, risultando conveniente dal punto di vista economico e definendosi "*in the money*": viceversa, se lo *strike price* risulta maggiore del valore del sottostante, il warrant è di tipologia "*out of the money*".

⁶⁸ CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, 513.

⁶⁹ Qualora il termine di riferimento per l'assegnazione dei *warrants* scada senza che il diritto sia stato esercitato, la società è libera di collocare i *warrant* non selezionati sul mercato in quanto il diritto di opzione *ex lege* proprio degli azionisti si è consumato.

⁷⁰ Il capitale che viene impiegato per l'esercizio degli *sponsor warrant* non potrebbe essere recuperato a seguito di fallimento della *business combination*: è segnalato dalla dottrina (GIGANTE E CONSO, *La SPAC in Italia*.61.) che gli *sponsor warrants* sono stati contraddistinti da un utilizzo limitato in Italia.

Dunque, la scissione consentirebbe ai sottoscrittori di detenere due tipologie di prodotti finanziari nel proprio portafoglio: da un lato, i sottoscrittori potrebbero decidere di detenere entrambi gli strumenti fino alla realizzazione della *business combination*; dall'altro, invece, potrebbero optare per l'alienazione di una delle due tipologie sul mercato secondario. In questa seconda ipotesi, si profilerebbe il rischio di assistere a comportamenti speculativi da parte degli investitori, i quali potrebbero preferire di ottenere un *capital gain*⁷¹ sostanzioso a discapito dell'orizzonte di investimento della SPAC.

Solitamente, i *warrant* vengono emessi al rapporto di 1:1 rispetto alle azioni ordinarie e possono essere esercitati alla realizzazione della *business combination*. Per quanto riguarda, invece, il prezzo d'acquisto, i regolamenti *warrants* prevedono una cifra simbolica come prezzo di sottoscrizione, attorno a un decimo di euro (*quasi cashless warrant*)⁷²; in particolare, il numero di azioni ottenibili dall'esercizio dei *warrants* non è fisso, bensì variabile in funzione del prezzo raggiunto dalla partecipazione azionaria⁷³.

2.3 L'ACCESSO DELLA SPAC AL MERCATO BORSISTICO

Si procederà, a questo punto della trattazione, con l'illustrazione dell'accesso al mercato borsistico da parte delle SPAC, soffermandosi sulla normativa di riferimento e le procedure da soddisfare per poter accedere al mercato regolamentato *Euronext MIV Milan* e al sistema multilaterale di negoziazione *Euronext Growth Milan*.

2.3.1 LA QUOTAZIONE SU EURONEXT MIV MILAN

Nel caso di quotazione sul mercato *Euronext MIV Milan*, l'emittente è tenuto a rispettare i requisiti di accesso al mercato regolamentato imposti da Borsa Italiana S.p.A. e dalla CONSOB; in particolare, la società di gestione del mercato effettua una verifica sulla stabilità finanziaria dell'emittente e riguardo il suo passato. Nel caso delle SPAC, tale controllo non risulta particolarmente rilevante dal momento che questi veicoli societari non hanno, allo stato

⁷¹ Per *capital gain* si intende la differenza positiva tra il prezzo di vendita di un'azione o *warrant* e il prezzo di sottoscrizione dello strumento finanziario oggetto della vendita. Tale indicatore, quindi, misura la plusvalenza che può essere registrata dalla vendita.

⁷² FUMAGALLI, *Brevi considerazioni sugli statuti delle SPAC e sui regolamenti dei warrants*, in Riv. Soc., 2018 743, ivi 745.

⁷³ Nella fattispecie *warrant*, si fa riferimento a due formule, in particolare, che consentono di comprendere il numero di *warrant* ottenibili e il loro rendimento:

$$N(\text{numero azioni}) = \frac{\text{prezzo di mercato delle azioni} - \text{prezzo di sottoscrizione}}{\text{prezzo di mercato delle azioni}}$$

$$R(\text{rendimento}) = (\text{prezzo di mercato azioni} - \text{prezzo di sottoscrizione}) * \text{numero azioni}$$

dell'arte, una vera e propria operatività, in quanto la ragione della loro costituzione è la finalizzazione di un'operazione straordinaria in un arco temporale successivo alla quotazione.

Tra gli adempimenti che la società richiedente la quotazione deve soddisfare vi è la stesura della "Domanda di Ammissione": tale documento risulta particolarmente importante, dato che in esso vengono esposte tutte le informazioni necessarie riguardanti la società e gli strumenti finanziari offerti; inoltre, si fa riferimento alla tipologia di attività svolta dalla società, al mercato di riferimento in cui questa opererà e alla descrizione accurata del pacchetto di strumenti finanziari successivamente offerti agli investitori di investitori interessati. La Domanda di Ammissione, nel caso di una società SPAC, deve indicare i soci promotori, in quanto la loro professionalità ed esperienza rappresenta un indice della bontà dell'investimento, nonché dovrà descrivere il pacchetto azionario proposto agli investitori, indicando valori come il prezzo di vendita delle azioni e la quantità messa a disposizione per la sottoscrizione ⁷⁴. Non essendo le SPAC qualificate come FIA a seguito della Direttiva GEFIA ⁷⁵, occorre tener presenti ulteriori requisiti da dover rispettare ⁷⁶: innanzitutto, dovrà essere allegato lo statuto della società, il quale dovrà presentare l'indicazione della politica d'investimento che verrà intrapresa e che, nello specifico, dovrà essere effettuata in via prevalente in società o attività nel rispetto di una strategia d'investimento non particolarmente complessa: particolare attenzione è data alla presenza degli amministratori indipendenti e dall'assunzione di una politica per la gestione dei conflitti d'interesse, che verrà analizzata successivamente.

Oltre all'approvazione del Documento di Ammissione, è richiesta l'autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto d'Offerta, il documento più importante dell'intero processo di quotazione. Quest'ultimo svolge la cruciale funzione di fornire ai potenziali investitori tutte le caratteristiche necessarie al fine di metterli nella posizione di formulare un fondato giudizio riguardo l'investimento proposto. Le informazioni di maggior rilevanza contenute in tale documento sono relative alla situazione patrimoniale e finanziaria della società emittente, nonché ai risultati raggiunti, le prospettive attese e riguardo i prodotti finanziari offerti: queste informazioni, in particolare, devono essere presentate in forma chiara, comprensibile ed

⁷⁴ Il documento deve essere approvato da Borsa Italiana, la quale ha la facoltà di respingere la proposta nel caso in cui gli strumenti finanziari offerti non consentano la creazione di un mercato regolare o qualora l'emittente non adempia agli obblighi richiesti: il provvedimento deve essere motivato e comunicato tempestivamente alla società emittente.

⁷⁵ Vd. *retro*, cap. I, 11.

⁷⁶ Per la differenza di requisiti di quotazione richiesti a FIA e non FIA, <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/requisiti/quotazione.htm>.

analizzabile ⁷⁷. Il Prospetto rappresenta, quindi, un documento particolarmente importante in tema informativo e di trasparenza societaria, la cui accuratezza è fondamentale per evitare che l'investitore, soprattutto quello non qualificato, possa subire un danno. In particolare, se la vendita di prodotti finanziari dovesse avvenire senza la pubblicazione del Prospetto, tutti i contratti stipulati con gli investitori che agiscono a fini imprenditoriali o professionali verranno considerati nulli. Tale nullità potrà essere fatta valere soltanto dal cliente, il quale potrà pretendere il risarcimento del danno per aver fatto ragionevole affidamento sulla veridicità delle informazioni ⁷⁸, in quanto tale responsabilità sorge in capo ai soggetti che hanno contribuito alla stesura del contenuto del Prospetto ⁷⁹. Il documento deve essere approvato preventivamente dalla CONSOB, la quale verifica i contenuti formali e sostanziali della documentazione fornita. Si consideri che, qualora la società sia di provenienza di uno Stato membro UE diverso dall'Italia, il Prospetto deve essere approvato dall'autorità competente e poi successivamente in Italia ⁸⁰.

Una volta ricevuto il nulla osta riguardo il Prospetto dalla CONSOB e l'approvazione della Domanda di Ammissione da Borsa Italiana S.p.A. ⁸¹, ha inizio la fase antecedente il collocamento, in cui viene nominato, dalla SPAC, il *listing agent*. Quest'ultimo, come osservato in precedenza ⁸², è l'intermediario finanziario che assiste la società nell'intera procedura e funge da garante nei confronti del mercato e degli investitori riguardo l'opportunità di investimento offerta. Il *listing agent*, in particolare, provvederà a svolgere un'attività di ricerca nei confronti dei potenziali investitori istituzionali che potrebbero aderire all'offerta: in questo periodo, solitamente di poche settimane, vengono organizzati incontri volti a fornire più informazioni possibili agli investitori per comprenderne le loro intenzioni. Nell'espletamento delle sue funzioni, il *listing agent* è coadiuvato dal *global coordinator* scelto dai *promoters* al momento della costituzione della società.

⁷⁷ La domanda di approvazione del Prospetto deve essere comunicata alla CONSOB: l'autorità competente ha la facoltà di rigettare la domanda di approvazione qualora esso non sia conforme ai requisiti richiesti dalla normativa di riferimento.

⁷⁸ CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale II*, 201.

⁷⁹ Tale responsabilità può riguardare l'emittente, l'intermediario responsabile del collocamento, il quale risponde in solido: tali soggetti possono esonerarsi dimostrando di aver attuato «ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso» (art. 94, comma 7, T.U.F).

⁸⁰ È possibile anche effettuare una richiesta di "passaportazione" alla CONSOB al fine di utilizzare il prospetto approvato in Italia per poter svolgere l'offerta e/o l'ammissione alle negoziazioni in un altro stato UE.

⁸¹ Riguardo all'attività di Borsa Italiana, essa dovrà verificare se il piano industriale proposto sia coerente, sostenibile e attendibile; valutare la presenza di un sistema di controllo e gestione affidabile e la struttura di governo societario proposta.

⁸² Vd. *retro*, cap. I, 18.

Dopo la nomina del *listing agent*, la procedura di accesso a *Euronext MIV Milan* prosegue con la raccolta delle adesioni definitive riguardo l'offerta pubblica e la fissazione del prezzo di acquisto degli strumenti finanziari.

Raccolte le adesioni, si entra nella fase relativa all'offerta pubblica iniziale. Preliminarmente, la definizione di offerta pubblica iniziale viene fornita dall'art.1, comma 1, T.U.F, per cui per offerta al pubblico di prodotti finanziari si intende qualunque comunicazione rivolta a persone connotata da sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti al fine di consentire al potenziale investitore di decidere riguardo l'acquisto o la sottoscrizione di tali prodotti. Attraverso tale operazione, la società emittente crea le condizioni per la formazione del flottante azionario necessario per accedere al mercato di riferimento. Nel quadro normativo italiano, la fattispecie sopra descritta rientra nella disciplina dell'appello al pubblico risparmio, regolata dal T.U.F dall'art. 94 e ss., dal Regolamento Emittenti della CONSOB dall'art 3 e ss.⁸³. Secondo l'attuale normativa, l'appello al pubblico risparmio, identificato come sollecitazione all'investimento da parte della società emittente, può distinguersi in:

- offerta pubblica di sottoscrizione, ovvero l'emissione di nuove azioni da poter essere acquistate da parte degli investitori che comporterà un aumento di capitale per la società;
- offerta pubblica di vendita, riguardando l'alienazione di prodotti finanziari già detenuti dagli azionisti; in tal caso i soggetti titolari cedono, in parte o in toto, la partecipazione al fine di realizzare una raccolta di liquidità;
- offerta pubblica di vendita e sottoscrizione, rappresentando una combinazione delle due modalità descritte precedentemente.

Una volta realizzata l'offerta pubblica iniziale, la procedura di quotazione presso *Euronext MIV Milan* si concluderà con l'avvio delle negoziazioni degli strumenti oggetto dell'offerta, che segnerà il passaggio dal mercato primario a quello secondario. Da tale momento, la SPAC inizierà la sua nuova vita da società quotata.

⁸³ Storicamente, un primo impianto normativo fu introdotto nel 1983 attraverso la disciplina delle offerte al pubblico di valori mobiliari, affiancata successivamente dalla disciplina circoscritta alle offerte di sottoscrizione e vendita dei valori mobiliari (art. 1-8 19 febbraio 1992, n.142). Con l'emanazione del T.U.F., la materia è confluita nella disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari (art.94-101) innovata con l'attuazione della direttiva 2003/71/CE con il d.lgs. 28/3/2007. Tra gli obiettivi dell'attuale normativa, vi è quello di ricondurre sotto un'unica disciplina tali operazioni al fine di tutelare i potenziali investitori attraverso il corretto svolgimento dell'offerta e di garantire un'informativa accurata e dettagliata che consenta di ponderare correttamente la scelta riguardo l'investimento proposto.

2.3.2 L'AMMISSIONE A *EURONEXT GROWTH MILAN*

Il sistema multilaterale di negoziazione *Euronext Growth Milan* presenta, invece, una procedura differente. Trattandosi di un mercato non regolamentato, l'iter di ammissione è previsto in un orizzonte temporale particolarmente breve, in genere identificato in circa ventiquattro settimane. Di contro, vi è da considerare che la scarsità di informazioni disponibili e la possibilità che tali strumenti possano essere poco liquidi rappresentano dei rischi maggiori rispetto agli investimenti effettuati su titoli offerti sul mercato *Euronext MIV Milan*.

Anche nel mercato EGM, la domanda di ammissione assume per le SPAC la funzione di informare gli investitori circa l'investimento proposto, la descrizione dei meccanismi societari e la presentazione della politica d'investimento con riguardo alle caratteristiche ricercate nella società *target*. Nonostante l'importanza dell'informativa societaria in particolare in un mercato "dinamico" come l'EGM, la prassi sviluppatasi è quella di presentare nel Documento di Ammissione elementi maggiormente improntati alla protezione legale dell'emittente piuttosto che fornire una corretta ed equilibrata informazione nei confronti dell'investitore ⁸⁴.

In ordine alla procedura di ammissione, occorre presentare apposita comunicazione presso Borsa Italiana S.p.A. dieci giorni prima dell'ammissione; successivamente, dovrà essere inviata la domanda di ammissione: tale documento, che contiene informazioni simili a quello previsto per il mercato regolamentato *Euronext MIV Milan*, non sarà però soggetto al controllo istruttorio da parte della CONSOB. Infine, esso dovrà essere pronto entro tre giorni dalla data indicata per la collocazione degli strumenti e la conseguente ammissione alle negoziazioni ⁸⁵.

Successivamente alla fase di istruttoria, seguirà il *roadshow* con gli investitori interessati e verrà definito il prezzo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

Concluso quest'ultimo passaggio, vi sarà l'offerta pubblica iniziale e, successivamente alla realizzazione di quest'ultima, verrà la fase relativa all'avvio delle negoziazioni degli strumenti finanziari offerti: in tale momento, con il passaggio dal mercato primario al secondario, gli investitori *retail* avranno la possibilità di acquisire partecipazioni delle SPAC.

Per quanto riguarda le figure coinvolte nell'iter di ammissione, è molto importante il ruolo svolto da parte dell'*Euronext Growth Advisor*, il quale assume funzioni analoghe a quelle del

⁸⁴ FUMAGALLI, *Lo Sviluppo Della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia.*, 55.

⁸⁵ Dovranno essere aggiunti in allegato alla domanda: la dichiarazione degli amministratori attestante la veridicità delle informazioni contenute nel documento, congiunta alla dichiarazione dell'*Euronext Growth Market Advisor* sulle stime e previsioni effettuate sulla società.

Listing agent dell'*Euronext MIV Milan*. L'*Advisor*, infatti, si pone come garante dell'investimento nei confronti dei sottoscrittori, con la peculiarità di supportare la SPAC anche nelle fasi successive all'ammissione, ovvero durante la ricerca del *target* e la conseguente *business combination* ⁸⁶. Come su *Euronext MIV Milan*, anche sul listino EGM il *global coordinator* svolge un ruolo di assistenza, in quanto tale figura viene affiancata all'*Euronext Growth Advisor*. È possibile, altresì, che le funzioni di *global coordinator* e di *Euronext Growth Advisor* vengano assegnate al medesimo soggetto.

Differenze con Euronext MIV Milan per gli obblighi contabili

Infine, possono essere sottolineate delle differenze, dal punto di vista contabile, presenti per le società che scelgono di quotarsi sul *Euronext MIV Milan* oppure vengono ammesse al *Euronext Growth Milan*. Preliminarmente, per le SPAC la parte contabile non risulta essere particolarmente incisiva durante la fase di accesso ai mercati finanziari: infatti, trattandosi di una società veicolo non operativa, il bilancio non conterrà informazioni rilevanti nei confronti degli investitori, i quali fanno affidamento, nella valutazione della qualità dell'investimento, sul profilo dei promoters della SPAC. Il bilancio, invece, assumerà rilevanza una volta realizzata l'operazione rilevante con la società *target*: infatti, in relazione al mercato dove la società opererà, egli sarà tenuta a rispettare degli obblighi informativi a livello contabile. Qualora la società decida di collocarsi sul mercato *Euronext MIV Milan*, essa sarà tenuta a redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. A differenza delle società quotate nei mercati regolamentati, le società ammesse sul EGM avranno la facoltà, e già non l'obbligo, di redigere il bilancio secondo i principi internazionali, comportando in tale maniera una minore trasparenza informativa sulla situazione contabile della società ⁸⁷.

Una volta conclusa la fase di accesso al mercato borsistico, la SPAC collocherà le somme raccolte presso gli investitori in un apposito conto, chiamato *escrow account*, e li vi rimarranno fino al momento della *business combination*.

2.4 IL DEPOSITO DELLE SOMME PRESSO L'*ESCROW ACCOUNT*

L'*escrow account*, ovvero il conto vincolato presso il quale vengono depositati i fondi raccolti dagli investitori durante la fase di accesso al pubblico mercato, rappresenta una delle caratteristiche più interessanti delle *Special Purpose Acquisition Companies*. La sua funzione,

⁸⁶ Tale figura risulta essenziale per diminuire i fenomeni di *moral hazard* e *adverse selection*, ovvero tutte le circostanze in cui la presenza di asimmetrie informative possa configurare uno svantaggio in capo ad una delle parti sottoscrittrici di un accordo.

⁸⁷ Tale previsione è stata inserita dalla legge di bilancio 2019, a seguito del d.lgs. del 30 dicembre 2018, n.45.

in particolare, è duplice: da una parte, assicura gli investitori che le somme investite vengano utilizzate solo per gli scopi stabiliti nello statuto, e dunque nel rispetto della politica d'investimento stabilita dalla SPAC; d'altra parte, consente ai *promoters* di fare affidamento su una determinata somma di denaro al fine di realizzare l'operazione rilevante.

Riguardo le somme depositate, esse risultano indisponibili per il *management* della SPAC, non potendo essere né ritirate né utilizzate per scopi differenti da quelli prefissati in via statutaria, nella quale la prassi include le somme utilizzate per gli scopi di gestione della società fino alla realizzazione della *business combination*. L'indisponibilità di tali somme, come visto, non è assoluta, ma è circoscritta a materie che non siano indicate nello statuto, potendo i fondi essere utilizzati nel perseguimento dei fini espressi sul prospetto informativo della SPAC: in particolare, l'utilizzo dei fondi è subordinato all'approvazione da parte dell'assemblea. I fondi vincolati, inoltre, non sono infruttiferi, bensì fanno maturare interessi: questi ultimi ed eventuali maggiorazioni di prezzo potranno essere utilizzati per coprire le spese operative della società⁸⁸.

Soffermandoci sui suoi elementi essenziali, *in primis* si possono notare delle analogie con l'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare (art.2447-*bis* ss. c.c.)⁸⁹. Ritenere, però, che rientri nella disciplina dei patrimoni destinati potrebbe risultare difficoltoso, specie con riferimento al quantitativo indicato dall'art. 2447-*bis*, comma 3, c.c.. Ed infatti, l'ammontare complessivo del patrimonio soggetto a separazione in virtù di uno specifico affare non può superare il dieci per cento del valore netto del patrimonio della società, distaccandosi fortemente dalla realtà dove la quantità collocata nel fondo vincolato nelle SPAC si attesta attorno alla totalità dei fondi raccolti durante il processo di quotazione dell'emittente⁹⁰.

Il conto vincolato, anche in ragione della provenienza americana di tali veicoli societari, può essere considerato un *trust fund*: attraverso un atto istitutivo denominato atto di *trust*, viene

⁸⁸ Come riportato in dottrina (FUMAGALLI, *Lo Sviluppo Della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e quotare le imprese in Borsa*, 50) le spese riguardanti la fase post IPO sono spesso finanziate dalla maturazione degli interessi attivi.

⁸⁹ In merito ai patrimoni destinati, essi sono stati introdotti con la riforma del diritto societario del 2003 (d.lgs. gennaio 2003, n.6) e detronano la volontà del legislatore di consentire alle società per azioni di dotarsi di strumenti che permettano di alleviare il rischio corso dall'impresa in relazione allo specifico affare da realizzare. Sono previste due tipologie di patrimoni destinati: il patrimonio separato in senso stretto, con il quale viene destinata una parte del patrimonio allo svolgimento di uno specifico affare; il finanziamento destinato, attraverso quale i finanziatori vengono rimborsati con i proventi derivanti dal patrimonio separato. Entrambe le tipologie sono soggette al vincolo di destinazione, riguardante nel primo caso i beni appartenenti al patrimonio e nel secondo i proventi del finanziamento.

⁹⁰ La dottrina (PAOLETTI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, 1152) osserva che l'ammontare accantonato all'interno di tale conto è circa il novantanove per cento della totalità del capitale raccolto.

identificato il soggetto titolare del conto vincolato, chiamato *trustee*, alla quale verranno trasferiti i fondi raccolti dal collocamento degli strumenti finanziari offerti dalla SPAC ⁹¹. A ciò seguirà, qualora sia stabilito nell'atto di *trust*, l'investimento da parte del *trustee* delle somme degli investitori in attività finanziarie a bassissimo rischio ⁹². Per quanto riguarda le somme, come spiegato in precedenza, esse verranno trattenute dal *trustee* fino al momento dell'operazione rilevante: qualora, invece, si giungesse alla liquidazione della società, la SPAC invierà al *trustee* una *termination letter* con cui sarà comunicata la liberazione del conto corrente dal vincolo e la conseguente restituzione delle somme agli azionisti ⁹³. In ottica di responsabilità, il *trustee* non risulta responsabile per i danni causati dalle attività svolte nell'esercizio delle sue funzioni; inoltre, tale soggetto è tenuto a gestire i beni *trust* con adeguata diligenza.

In quanto il *trust* oggetto dell'analisi sia interno ⁹⁴, sono sorti dubbi in dottrina sulla sua possibile istituzione. In particolare, si prospettano due orientamenti: il primo, minoritario, sosterebbe che esso non sia costituibile in quanto esso non presenti i requisiti di internazionalità previsti dall'art. 2 ⁹⁵ della Convenzione dell'Aja; inoltre, la segregazione patrimoniale causata dal *trust* parrebbe in contrasto con il principio della responsabilità patrimoniale dettato dall'art.2740 c.c., secondo cui il debitore risponde con tutti i suoi beni presenti e futuri. Infine, parrebbe violato altresì il principio di tassatività degli atti soggetti alla trascrizione di cui gli art.2643 e 2645 c.c., in quanto, non essendo presente un'apposita norma che disciplini il *trust*, non sarebbe possibile realizzare la trascrizione dell'atto di *trust*. Il secondo orientamento, maggioritario, sostiene invece che il l'istituzione del *trust* interno è possibile in quanto la deroga al principio sancito dall'art.2740 c.c. è motivata dalla legge di ratifica della convenzione dell'Aja. Si consideri, inoltre, che fino al momento in cui il legislatore non emanerà una legge volta all'esclusione di tale istituto, il suo utilizzo potrà essere

⁹¹ Nell'esperienza italiana, la dottrina (FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC in Italia*, 50) che le società veicolo realizzate abbiano fatto ricorso a dei depositi vincolanti presso istituti di credito, in quanto tale soluzione tutela gli investitori da un uso improprio da parte degli amministratori, nonostante il fondo sia suscettibile di aggressione da parte di creditori terzi.

⁹² Tali attività finanziarie potrebbero essere titoli di stato, obbligazioni societarie o ETF (*Exchange Traded Fund*) indicizzati a settori dell'economia non particolarmente volatili: si ricorda che, dato che l'arco temporale dell'investimento SPAC è relativamente breve, risulterà maggiormente conveniente investire in attività finanziarie a breve durata, in quanto la componente di rischio risulta più debole rispetto a quelle a lungo termine.

⁹³ CRISTOFARO, *Il Trust nella quotazione delle SPAC, Trusts e attività fiduciarie*, 2009, 272, *ivi* 275.

⁹⁴ Si intende il *trust* in cui soggetti coinvolti siano di cittadinanza italiana e i beni oggetto siano collocati su territorio italiano.

⁹⁵ In particolare, l'art.2 così recita: «*Ai fini della seguente convenzione, per trust s'intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente, con atto tra vivi o mortis causa, qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico*».

considerato legittimo. Per quanto concerne la trascrizione, con l'introduzione dell'art.2645-ter c.c. è stata disciplinata la trascrizione degli atti di destinazione per la realizzazione degli interessi meritevoli di tutela, secondo il quale la dottrina maggioritaria ritiene che il *trust* interno rientri in tale categoria.

Infine, ulteriore profilo da valutare è il rapporto che si pone tra l'art. 2380-*bis* c.c. e l'*escrow account*. La disposizione in questione afferma che la gestione della società, e dunque del patrimonio, sia di competenza esclusiva degli amministratori. Tale principio mira a far sì che la gestione dell'impresa sia un'attività che debba essere strettamente riservata agli amministratori, anche in virtù di una separazione di poteri che consentirebbe l'ottimizzazione dell'amministrazione societaria. Tale contrasto, secondo la dottrina ⁹⁶, non sembra irrisolvibile: infatti, la limitazione in capo agli amministratori dovuta alla presenza del conto vincolato non ostacolerebbe la gestione della società, in quanto l'utilizzo di clausole statutarie aiuterebbe a delimitare la competenza degli amministratori non oltre quanto stabilito dall'oggetto sociale della SPAC.

2.5 LA RICERCA DELLA SOCIETÀ *TARGET*

Realizzato il collocamento dei fondi raccolti presso il conto vincolato, per la SPAC inizia il periodo di studio e ricerca che la porterà ad individuare la società *target* con la quale realizzare successivamente l'operazione rilevante.

La ricerca della società *target* viene condotta in un arco temporale solitamente ristretto, intercorrente tra i 18 e 24 mesi ⁹⁷, nonostante tale termine sia rimesso all'autonomia statutaria: infatti, i promotori potrebbero concordare per una fascia temporale anche inferiore di quella descritta dalla prassi, a seconda della complessità tecnica del progetto di *business combination*. Verosimilmente, l'attività di ricerca dovrebbe essere avviata ancor prima della fase di collocazione dei titoli sul mercato primario, già al momento della costituzione della S.p.A. non operativa, realizzando analisi preliminari riguardo la fascia di mercato nella quale i promoters finalizzeranno l'investimento ⁹⁸ e indicando le caratteristiche generali ricercate nella società *target* ⁹⁹. Per quanto concerne le operazioni di analisi e ricerca, queste riguardano lo *screening* di determinati fattori che saranno oggetto di valutazione, tra cui l'analisi dei bilanci delle

⁹⁶GARRAMONE, *Una Panoramica In Tema Di "Special Purpose Acquisition Companies" (SPAC)*, 147.

⁹⁷GARRAMONE, *Una Panoramica In Tema Di "Special Purpose Acquisition Companies" (SPAC)*, 141.

⁹⁸TASCA, GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto Finanza e Impresa*,196.

⁹⁹PROVASI, RIVA, *Evidence of the Italian Special Purpose Acquisition Company*, in *16 Corp. Own. & Control*, 72, (2019).

imprese target, lo studio delle tendenze di mercato e della concorrenza nazionale ed internazionale.

Una volta raccolti tutti i dati necessari per concludere la ricerca e individuata, dunque, la società *target*, i promotori sono chiamati ad avviare la trattativa con il management della società bersaglio, i suoi soci e tutti gli altri soggetti coinvolti ¹⁰⁰. La fase di negoziazione è cruciale per il proseguimento del processo, in quanto rappresenta il momento in cui vengono discussi i diversi aspetti riguardo il potenziale investimento nel *target*. Tra gli aspetti rilevanti che saranno oggetto di negoziazione vi sarà l'organizzazione degli organi di controllo e governo societario, nonché la definizione delle politiche di *corporate governance* che saranno perseguite dall'azienda al fine di garantire il corretto e svolgimento della gestione societaria.

Nel corso della fase di negoziazione, la SPAC e la società *target* giungono a concordare le rispettive volontà attraverso la formazione di appositi documenti, che non risultano vincolanti per le parti ma che riassumono quelli che saranno gli impegni assunti dalle due società. Tali documenti si distinguono in: *letter of intents*, abbreviato in LOI; *memorandum of understanding*, noto come MOU; infine, verranno realizzati un *non disclosure agreement*, abbreviato in NDA, e un *term sheet* indicante l'arco temporale di esecuzione. Tali documenti sanciscono le volontà delle due società nel continuare la negoziazione, nel definire le questioni dove si è trovato un punto d'incontro e nel fissare la fase successiva, nella quale andranno discussi ulteriori punti della trattativa. In particolare, mentre la LOI e il MOU non sono documenti che creano vincoli contrattuali tra le parti, l'NDA presenta carattere vincolante: in tale accordo, infatti, vengono inserite delle informazioni sensibili riguardanti le due società che saranno soggette a riservatezza ¹⁰¹.

¹⁰⁰ L'importanza del procedimento di individuazione della società target può essere compresa attraverso l'esempio della SPAC Gabelli Value for Italy S.p.A.: tale società, dopo essere stata ammessa sul mercato EGM, ha dovuto annunciare la liquidazione nell'aprile 2020, in ragione del fatto che i promotori e il management della società target non erano riusciti a raggiungere un accordo sugli obiettivi futuri, mostrando visioni contrastanti. L'impossibilità nell'effettuare l'operazione rilevante, nonostante le lunghe trattative, è risultata frutto della carenza di competenze in capo ai promotori nell'ambito della ristorazione. Si cita una parte dell'annuncio effettuato dalla SPAC di cessione delle operazioni: « *il consiglio di amministrazione di Gabelli ha preso atto che, nonostante l'intesa attività di ricerca e selezione della target con cui eventualmente realizzare l'operazione rilevante svolta sin dall'inizio della quotazione, non sono state raggiunte intese in linea con gli obiettivi a suo tempo delineati e illustrati, Più recentemente, anche per ragioni in gran parte riconducibili all'andamento non favorevole del mercato, nonché a causa dell'attuale situazione di emergenza generale legata al diffondersi della pandemia Covid-19, tutte le trattative finalizzate alla possibile realizzazione dell'operazione rilevante non si sono sviluppate in senso auspicato dal management e sono state pertanto definitivamente interrotte.* ».

¹⁰¹ Il documento NDA deve essere soggetto a particolari cautele, in quanto nell'ipotesi in cui gli accordi sottoscritti preliminarmente non vengano rispettati per la realizzazione della *business combination*, informazioni riservate sarebbero state condivise e ciò potrebbe comportare una serie di problemi per la società: solitamente, sono previste delle penali in caso di violazione di tali obblighi.

Nella seconda fase della negoziazione, gli accordi preliminari dovranno essere poi tradotti in un unico contratto, vincolante, chiamato *Master Agreement*, di cui si parlerà in seguito.

In questa fase del processo SPAC, le trattative entrano in una fase più profonda nella quale i promotori dovranno verificare approfonditamente tutte le caratteristiche, dal punto di vista giuridico a quello commerciale, effettuando un'attività di *due diligence* avanzata ¹⁰². Questa risulta fondamentale per i soci promotori, i quali verificano la veridicità delle informazioni raccolte, la salute della società *target* e anche la sua compatibilità alla quotazione sul mercato del pubblico risparmio. L'attività, in particolare, può essere svolta sia nella fase precontrattuale, assegnando in tal modo un maggior peso agli accordi firmati dalla società *target*, oppure può essere svolta dopo aver stipulato il *Master Agreement*. In questo senso, non è da escludere che l'efficacia del contratto o di alcune sue clausole sia subordinata al realizzarsi di determinate condizioni.

Dopo aver evidenziato le attività da svolgere riguardo l'identificazione della società *target*, un'opportunità di investimento ai risparmiatori ponderata nel più alto livello di dettaglio, si deve analizzare il documento che assumerà grande importanza prima della realizzazione dell'operazione rilevante, ovvero il *Master Agreement*, noto come Accordo Quadro.

2.6 IL MASTER AGREEMENT

L'Accordo Quadro è il documento che rappresenta il completamento del processo di negoziazione, in quanto recepisce e riassume gli accordi che sono stati raggiunti gradualmente dalle parti su ciascun aspetto dettagliato circa la *business combination*: inoltre, rappresenta

¹⁰² Andando ad analizzare nel dettaglio le tipologie di due diligence che devono essere effettuate, esse si distinguono in:

- *due diligence* legale, ovvero l'attività che riguarda l'indagine sui rapporti giuridici assunti dall'impresa *target* rispetto al quadro normativo di riferimento. In particolare, vengono approfonditi i pregressi rapporti tra i soci, analizzando l'esistenza di eventuali patti parasociali; le partecipazioni assunte dall'azienda in altre società, nonché le obbligazioni assunte e i relativi inadempimenti; il modello organizzativo di gestione e controllo, con riguardo alle pratiche rilevanti di corporate governance. In aggiunta, l'esame riguarda anche quei contratti che possano pregiudicare il buon esito delle negoziazioni;
- *due diligence* contabile, contraddistinta dallo studio ed analisi della situazione contabile della società, in riferimento al rispetto dei principi dettati dalle norme civilistiche in materia di bilancio;
- *due diligence* fiscale, caratterizzata dallo studio e ricerca di eventuali o esistenti rischi che potrebbero sorgere in capo alla società in caso di mancato rispetto della normativa tributaria di riferimento e che condurrebbero all'insorgere di contenziosi tributari;
- *due diligence* finanziaria, contraddistinta dall'analisi quantitativa dei dati economico-finanziari a disposizione al fine di individuare eventuali debolezze dal lato finanziario che potrebbero pregiudicare la *business combination*. In tale fase, un parametro molto importante è l'EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*), il quale fornisce una valutazione sulla redditività e creazione di valore dell'impresa;
- *business due diligence*, ovvero l'analisi di mercato, tramite la raccolta di tutte le informazioni, al fine di identificare i punti di forza e debolezza del segmento di mercato in cui essa opera.

l'ultimo passaggio da soddisfare prima di procedere all'operazione rilevante e presenta diverse peculiarità.

Il *Master Agreement* presenta diverse peculiarità: dal punto di vista giuridico, è qualificabile come un contratto ai sensi degli artt. 1321 ss. c.c., il cui vincolo lega le parti nella realizzazione delle volontà definite di comune accordo. In particolare, il suo oggetto è identificato nella finalizzazione di un'operazione straordinaria con la società identificata come bersaglio.

In dottrina, non vi è unitarietà di vedute sulla tipologia di contratti nella quale annoverare l'Accordo Quadro: secondo una parte ¹⁰³, esso può essere considerato come un contratto normativo, in quanto avrebbe come oggetto la disciplina futura di singoli contratti; altra parte ¹⁰⁴, invece, sostiene che tale contratto andrebbe qualificato come una fattispecie a formazione progressiva, la cui natura va formandosi attraverso i seguenti atti e negozi che andranno compiuti dalle parti. Ulteriore dottrina ¹⁰⁵, invece, sostiene che tale contratto possa essere considerato con un incarico conferito dall'investitore all'intermediario: secondo tale interpretazione, gli atti compiuti dai promoters della SPAC assumerebbero la qualificazione di obbligazioni di risultato.

È importante, inoltre, definire il rapporto che si instaura tra il contratto quadro e i singoli contratti sottoscritti successivamente, in quanto qualora il primo venisse considerato invalido, bisognerebbe comprendere quali siano gli effetti derivanti sui patti successivi. In tal caso, il venir meno del contratto quadro investirebbe anche tutti gli altri atti connessi e collegati; viceversa, qualora si verificasse l'invalidità di un atto connesso, il *Master Agreement* non perderebbe significato, a meno che le parti non abbiano deciso diversamente ¹⁰⁶.

Dal punto di vista strutturale, l'Accordo Quadro è suddiviso in due parti, definite "Parte A e B", nella quale vengono descritte le caratteristiche delle società coinvolte. Nella Parte A, sono illustrate le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi dalla SPAC ¹⁰⁷; nella Parte B, vengono forniti i dettagli riguardo la società *target*, descrivendo il settore dove opera, la composizione del capitale sociale, l'entità delle azioni ordinarie e l'identità dei soci azionisti.

¹⁰³ Per parte della dottrina (TRABUCCHI, *Istituzioni di Diritto Civile*, 1995, 625), il contratto normativo è definito come «il contratto mediante i contraenti dettano le regole che saranno vincolanti per i loro eventuali futuri rapporti, senza che ne sorgano immediatamente legami di diritto-obbligo».

¹⁰⁴Altra parte della dottrina (ROPPO, *Il contratto*, 2001, 526) lo definisce in tale maniera: «i contratti normativi sono i contratti con cui le parti definiscono le clausole di futuri contratti. Da qui nasce l'obbligo di inserire tali clausole nei futuri contratti, se e quando saranno conclusi.»

¹⁰⁵ TASCA E GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, 215.

¹⁰⁶ *supra*, 216.

¹⁰⁷ Deve essere indicato il numero di azioni speciali sottoscritte dai *promoters*.

Inoltre, deve essere inserita la previsione del rapporto di concambio delle azioni, il quale verrà approfondito nel prosieguo. Qualora sia stata già svolta, deve essere inserita l'attività di *due diligence* e devono essere fissate delle regole di comportamento alla quale le società si atterranno dalla stipula del *master agreement* fino alla realizzazione della *business combination*. Quest'ultima parte si rivela essere molto importante per la buona riuscita dell'operazione, in quanto saranno assunte le decisioni per la gestione ottimale della società *target* che la accompagneranno fino alla realizzazione della *business combination*: da una parte, è necessario che la società bersaglio si astenga dal compiere operazioni che possano gravare o danneggiare l'esito o anche la gestione futura dell'entità risultante¹⁰⁸; dall'altra parte, anche la SPAC, si impegnerà ad operare in modo tale da non danneggiare la controparte o mettere in pericolo la realizzazione dell'operazione.

Ulteriormente, nell'Accordo Quadro verranno inserite clausole relative alla protezione dell'equilibrio di concambio delle azioni una volta realizzata l'operazione e che determinano il prezzo finale: tali previsioni rispecchiano la necessità di allineare il prezzo della *business combination* con le possibili variazioni di valore che potrebbero verificarsi tra la stesura dell'accordo quadro e la data dell'operazione rilevante. Le clausole maggiormente concluse tra le SPAC e le società *target* sono l'aggiustamento del prezzo e la c.d. *locked-box*¹⁰⁹: la prima identifica il prezzo d'acquisto alla luce dei parametri economico-finanziari che si registreranno alla data di chiusura della *business combination*; le seconde, invece, effettuano l'identificazione del prezzo in maniera definitiva al momento della firma dell'Accordo Quadro, facendo però accollare il rischio di variazione di prezzo a discapito della società *target*. Altre clausole che meritano segnalazione sono quelle riguardanti la *governance* societaria, in particolare relative alla composizione degli organi sociali: infatti, nell'Accordo Quadro verranno presi in considerazione la creazione di comitati endo-consiliari. L'indicazione delle componenti degli organi sociali assume un ruolo di tutela soprattutto nei confronti dei soci investitori, i quali possono vedere ridotte eventuali asimmetrie informative esistenti.

Realizzata la firma del *Master Agreement*, sorge in capo alla SPAC l'obbligo di attenersi ai doveri di *disclosure* ai quali sono tenute le società quotate: l'annuncio della firma, infatti, dovrà essere riportato sul sito della società e qualora non siano soddisfatti gli obblighi informativi

¹⁰⁸ A titolo esemplificativo, la società non dovrebbe effettuare trasferimenti di partecipazioni detenute alla data di sottoscrizione oppure la realizzazione di aumenti o riduzioni di capitale che possano alterare la struttura dell'operazione fissata dall'accordo stesso.

¹⁰⁹ TASCA E GIACOMETTI, *la SPAC tra Diritto, Impresa e Finanza*, 232.

potrebbe scattare la sospensione degli strumenti finanziari emessi dalla società dalle negoziazioni effettuate sui mercati alla stregua dell'art. 40 Regolamento Emittenti AIM ¹¹⁰.

Una volta svolti i relativi adempimenti, si arriva alla fase finale del processo di SPAC che verrà descritta nel prossimo paragrafo, ovvero la *business combination*.

2.7 LA BUSINESS COMBINATION

La fase relativa alla realizzazione dell'operazione rilevante, definita dagli operatori come fase *de-SPAC*, è il momento più importante dell'intero processo: da un lato, i soci investitori si trovano nella posizione di decidere se mantenere l'investimento realizzato nella società veicolo in sede di IPO oppure realizzare il disinvestimento ¹¹¹; dall'altro, per i soci promotori l'operazione rilevante è la fase cruciale dell'intero processo SPAC, in quanto attraverso la finalizzazione della *business combination*, i *promoters* realizzerebbero il profitto desiderato, dal momento che la loro remunerazione, come verrà spiegato in seguito, è legata alla conversione delle loro azioni speciali (e/o eventuali *warrants*) in azioni ordinarie.

La *business combination*, secondo quanto osservato nell'esperienza italiana, può essere realizzata attraverso due procedimenti:

- una fusione per incorporazione, che può essere realizzata, alternativamente, con la SPAC che assorbe la società *target*, oppure attraverso la società *target* che acquisisce il veicolo societario, finalizzando in questo caso una fusione inversa, c.d. *reverse merger* ¹¹²,
- l'acquisto di partecipazioni del *target* ¹¹³.

¹¹⁰ L'art. 40 Regolamento Emittenti AIM prevede la possibilità di sospendere gli strumenti finanziari ammessi sul mercato EGM qualora: le negoziazioni non siano svolte in maniera regolare; la società non rispetti il regolamento; la reputazione del mercato è stata messa in pericolo da tali prodotti finanziari; è necessario proteggere gli investitori.

¹¹¹ Sostanzialmente, la fase della *business combination* costituisce la vera offerta pubblica iniziale che contraddistingue le operazioni relative alle SPAC.

¹¹² Qualora si verifichi tale circostanza, è necessario distinguere:

- qualora la SPAC sia quotata in un mercato regolamentato, sarà necessario pubblicare un nuovo prospetto informativo;
- qualora sia ammessa sul sistema multilaterale di negoziazione EGM, la SPAC dovrà pubblicare un documento informativo relativo alla società risultante dall'operazione ai sensi dell'art.14 Regolamento Emittenti AIM. La previsione definisce "reverse takeover" una o più acquisizioni, verificatesi nell'arco di 12 mesi, che comportino per l'emittente i) un cambiamento sostanziale dell'attività dell'emittente; ii) si discostino dalla politica d'investimento; iii) risultino superiori ad uno qualunque degli indici di rilevanza.

¹¹³ Potrebbe verificarsi che la SPAC abbia intenzione di realizzare acquisizioni in una o più società *target*: a tal proposito, il veicolo dovrebbe effettuare una scissione del capitale raccolto in sede di offerta pubblica iniziale. Nella prassi, sono stati registrati pochi casi di veicoli che hanno realizzato una scissione: tuttavia, ciò che rileva ai fini dell'analisi è se la nuova entità risultante sia soggetta alla pubblicazione di un nuovo Prospetto Informativo oppure possa godere dell'esenzione ai sensi dell'art. 57 T.U.F. Nello specifico, la previsione consente alle società

La fusione per incorporazione

Per quanto riguarda la prima ipotesi, ovvero la fusione per incorporazione, l'iter procedimentale è composto da diversi passaggi: la redazione del progetto di fusione e di documenti informativi quali la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti e della situazione patrimoniale; la delibera di fusione, con la quale gli azionisti della SPAC votano l'operazione rilevante proposta; l'atto di fusione, che conclude il processo della fusione societaria.

Partendo dal progetto di fusione, i soci promotori e il management della società *target* sono tenuti a redigere il documento nel rispetto dei criteri individuati dall'art. 2501-*ter* c.c.: in particolare, deve essere fornita ai soci investitori e ai soggetti terzi una panoramica a livello informativo circa le caratteristiche fondamentali dell'operazione rilevante, indicando che tipo di operazione verrà realizzata. Il documento, inoltre, deve presentare il medesimo contenuto sia per la società *target* e sia per la SPAC.

Tra gli elementi che compongono il progetto, particolare rilievo assume la determinazione del rapporto di concambio. In particolare, tale parametro indica il criterio di conversione delle azioni dei soci della società incorporata in relazione alle partecipazioni originarie da loro detenute, risultando dunque fondamentale la realizzazione di una corretta valutazione circa la congruità del rapporto stesso. La determinazione del rapporto di concambio è di competenza degli amministratori delle società, i quali dovranno illustrare e giustificare le scelte che abbiano inciso nella loro valutazione: a riguardo, possono farsi assistere o richiedere pareri tecnici che possano aiutare nell'identificazione, purché siano diversi da quelli previsti dalla relazione degli esperti ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c.. In caso si registrasse una stima erronea del rapporto di concambio, il socio danneggiato avrà diritto al risarcimento del danno subito quale dovrebbe corrispondere al valore delle azioni che il socio avrebbe ottenuto in caso di valutazione corretta, nel rispetto del principio di parità di trattamento ¹¹⁴.

quotate in un mercato regolamentato di non pubblicare un prospetto informativo qualora sia disponibile un documento che, a giudizio della CONSOB, contenga informazioni equivalenti a quelle del prospetto. Dunque, nel caso di scissioni le SPAC quotate sul MIV potrebbero usufruire di tale esenzione, a patto che l'autorità non ritenga che i documenti abbiano un contenuto equivalente.

¹¹⁴ Al socio spetterà un conguaglio dal valore proporzionale alla partecipazione detenuta nella società originaria. L'ammontare, in particolare, non potrà essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni assegnate.

Per quanto riguarda le SPAC, l'identificazione del congruo rapporto di concambio muove dalla valutazione del capitale economico della società: trattandosi di una società veicolo nella quale sono collocati fondi vincolati, il valore utilizzato quale metro di misura si identifica con le somme detenute a cui vanno dedotte le passività collegate alle obbligazioni da assolvere ¹¹⁵.

Oltre all'indicazione del rapporto di concambio, il progetto di fusione deve illustrare anche le modalità di esercizio del diritto di recesso in capo agli azionisti della società incorporante che non abbiano partecipato alla delibera assembleare. Tali modalità dovranno essere definite nel rispetto degli artt.2437 ss. c.c.. Dovranno essere indicate, inoltre, la data dalla quale le azioni consentiranno ai loro titolari di partecipare agli utili e la disciplina riguardo il trattamento dei soggetti titolari di azioni speciali o *warrants*: tali tipologie azionarie, nella fase *de-SPAC*, non saranno soggette a modifiche di livello contenutistiche, ma continueranno ad essere disciplinate dalle disposizioni statutarie. Ulteriore elemento da inserire corrisponde all'indicazione dei vantaggi che sono a favore del *management* delle società partecipanti all'operazione rilevante: nella fase *de-SPAC*, è necessario garantire un alto livello di trasparenza a livello societario, in particolar modo riguardo la *governance*, in modo tale da permettere ai soci delle società coinvolte nella *business combination* di poter decidere nella maniera più equa e oggettiva riguardo il loro diritto di voto sull'operazione. è

Una volta completato il progetto di fusione, nei suoi elementi essenziali come stabilito *ex lege*, esso dovrà essere iscritto presso il Registro delle Imprese del luogo in cui hanno sede le società coinvolte: a tal proposito, con il d.lgs. 22 giugno 2012, n.23, è stato reso possibile, in alternativa al deposito dell'iscrizione presso il registro del luogo in cui hanno sede legale le società, la pubblicazione sul sito internet della società con modalità tali a garantire l'autenticità delle informazioni.

Come presentato precedentemente, oltre al progetto di fusione assumono rilevanza la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti e quella sulla situazione patrimoniale. Questi documenti forniscono ai soci una completa informazione della situazione economico/finanziaria in cui versa la SPAC al fine di garantire la maggior trasparenza possibile e per poter fornire una panoramica completa sull'operazione straordinaria che verrà realizzata.

¹¹⁵ Nella letteratura aziendalistica, il congruo valore di concambio viene identificato tramite tale formula:

$$\text{Rapporto di Concambio} = \frac{(\text{numero azioni della nuova società disponibili per la SPAC})}{\text{numero di vecchie azioni della SPAC}}$$

Partendo dalla relazione degli amministratori, questa ha la funzione di illustrare e giustificare i criteri utilizzati da parte del management della SPAC e del target nella redazione il progetto di fusione, spiegando quindi gli scopi dell'operazione rilevante. Dato che l'operazione rilevante coinvolge una società con azioni quotate, la CONSOB ha stabilito con dettaglio quali siano le informazioni, di carattere obbligatorio, da dover aggiungere nella relazione ¹¹⁶, prevedendo in particolare la stesura di un ulteriore documento informativo ¹¹⁷. La relazione ha una funzione di spicco informativo, mirando a mettere in mostra le caratteristiche attuali e future delle società coinvolte nell'operazione.

Riguardo la relazione degli esperti, essa corrisponde al parere fornito da uno o più esperti riguardo il rapporto di cambio delle partecipazioni ed è volta ad offrire una panoramica trasparente nei confronti dei soci riguardo le conseguenze dell'operazione rilevate¹¹⁸. Essi devono valutare la congruità di tale rapporto, verificando che i criteri adottati dagli amministratori non arrechino danno ai soci e che il giudizio sul rapporto di cambio non sia frutto dell'arbitrio. Quanto alla figura degli esperti, essi dovranno essere soggetti *super partes*: nel caso delle SPAC, dovranno essere scelti tra l'elenco delle società di revisione sottoposte al controllo della CONSOB e saranno nominati dal Tribunale del distretto dove ha sede la società incorporante. Per garantire la massima trasparenza, è probabile che le società coinvolte si rechino congiuntamente al Tribunale per nominare un esperto comune. Gli esperti dovranno valutare la congruità di tale rapporto dovranno accedere a tutte le informazioni necessarie per fornire una valutazione corretta del rapporto di cambio, rispondendo dei danni causati alle società partecipanti alla fusione e dei rispettivi soci ¹¹⁹. Infine, un parere negativo contenuto

¹¹⁶ La CONSOB ha indicato l'inserimento dei seguenti dati:

- illustrazione dell'operazione e le motivazioni che hanno portato alla stessa, con l'indicazione degli obiettivi delle società partecipanti;
- i valori attribuiti alle partecipazioni in virtù della determinazione del rapporto di concambio;
- le modalità di assegnazione delle azioni della società risultante dall'operazione e la data di godimento delle stesse;
- la data dal quale le operazioni delle società sono da imputare al bilancio della risultante;
- l'indicazione della composizione dell'assetto di controllo;
- l'illustrazione dei soggetti legittimati ad esercitare il diritto di recesso e i criteri stabiliti per il rimborso delle somme investite.

¹¹⁷ Tale documento deve essere redatto secondo l'allegato 3A del Reg. CONSOB 11971/19999.

¹¹⁸ Si è discusso se tale relazione avesse una funzione informativa non solo per i soci ma anche per i creditori sociali: alla luce dell'art.2505-bis, ultimo comma, si evince che tale documento non sia richiesto qualora i soci e i possessori di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di voto vi rinuncino all'unanimità: se dunque tale possibilità è prevista in virtù del ruolo dei soci delle società coinvolte, ne deriva che la disposizione non presenta funzioni di tutela verso i creditori sociali.

¹¹⁹ Nei confronti delle società, si avrà una tipologia di responsabilità di tipo contrattuale, mentre verso i soci sarà di natura extracontrattuale.

nella relazione non è vincolante nei confronti dell'operazione, la quale può essere comunque approvata dall'assemblea.

La relazione sulla situazione patrimoniale, infine, ha il compito di illustrare le attività e passività, comprendenti le obbligazioni assunte, delle società coinvolte nell'operazione rilevante: il documento presenterà un carattere relativamente scarno nei confronti della SPAC, dal momento che si tratta di una società non operativa sul mercato, ma che agisce in qualità di veicolo societario e dunque sostiene dei costi che sono correlati esclusivamente al mantenimento della società stessa: discorso diverso, invece, va fatto per la società *target*, la quale dovrà essere soggetta ad un'analisi sulla corrente situazione patrimoniale e sulla sostenibilità delle politiche aziendali che sono state intraprese.

Esaurita la stesura del progetto di fusione, il momento successivo che caratterizza l'operazione rilevante è la fase deliberativa, nella quale i soci saranno chiamati a esprimere la loro preferenza, attraverso il diritto di voto, sull'esito positivo o meno della *business combination*.

La delibera assembleare di approvazione del progetto di fusione è disciplinata dall'art. 2502 c.c., in base al quale nelle società di capitali la fusione viene deliberata dall'assemblea straordinaria. Nel caso di specie, trattandosi di una fusione eterogenea tra una società quotata e una non quotata, dovranno essere rispettate le maggioranze rafforzate nella prima e nella seconda convocazione dell'assemblea. Giova ricordare che a seguito del voto, non sarà possibile modificare le parti dello statuto che incidano sui diritti riconosciuti ai soci delle società coinvolte: in tal maniera, si assegna un maggiore peso alla corretta stesura del progetto di fusione al fine di non danneggiare i soci e i creditori delle società ¹²⁰.

Riguardo i quorum deliberativi da raggiungere in assemblea, le maggioranze richieste sono quelle stabilite dalle legge, variando in relazione alla tipologia di mercato dove la SPAC ha realizzato la quotazione: nei mercati regolamentati, le maggioranze richieste sono di due terzi del capitale costituito in assemblea e un *quorum* costitutivo corrispondente a un quinto del capitale; per le società ammesse su EGM, che non siano qualificabili come società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, i *quorum* sono rafforzati, essendo necessari una maggioranza di due terzi in prima convocazione e di almeno un terzo del capitale rappresentato

¹²⁰ Sul punto, è intervenuto il *Comitato Triveneto Dei Notai in L.D.9(Modifiche al progetto di fusione apportabili con decisione unanime dei soci, 1° pubbl.9/08)*, affermando che possano essere apportate delle modifiche riguardo i diritti spettanti ai soci a condizione che vi sia il consenso unanime dei rappresentanti dell'intero capitale sociale di ciascuna delle società partecipanti alla fusione e che tali modifiche siano contenute nell'avviso di convocazione. L'intervento è rinvenibile presso <https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-85-deroghe-ai-procedimenti-di-fusione-e-scissione.html>.

in assemblea nella seconda, con un quorum costitutivo di un terzo del capitale sociale. In aggiunta, si nota che la scelta di voler costituire più sedute assembleari è dettata dalla necessità di voler ridurre al minimo il fenomeno dell'assenteismo riguardante i soci azionisti ¹²¹. Alla luce di quanto osservato, il quadro normativo a livello di *quorum* assembleari mostra una disciplina agevolata per le società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, essendo particolarmente più rigido per le società ammesse su EGM non ricorrenti al mercato del capitale di rischio¹²².

Una volta approvata la delibera del progetto di fusione, la fase *de-SPAC* si conclude con la stesura dell'atto di fusione *ex art. 2504 c.c.*: essa è realizzata dai legali rappresentanti delle società coinvolte nella fusione, i quali redigeranno l'atto in forma pubblica e procederanno all'iscrizione nell'ufficio del registro delle imprese dove ha sede la società risultante dall'operazione ¹²³.

Con quest'ultimo passaggio, si chiude il processo *de-SPAC* e, conseguentemente, la società risultante dall'operazione rilevante si prepara ad operare nell'attività da essa perseguita.

Per completare la descrizione sull'intera fase *de-SPAC*, è necessario analizzare uno scenario peculiare, ovvero il caso in cui, a seguito dell'operazione straordinaria, un socio della SPAC arrivi a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30%, limite previsto per l'attivazione dell'OPA obbligatoria ¹²⁴, la cui disciplina si applica sia alle società quotate su *Euronext MIV Milan*, sia ammesse su *Euronext Growth Milan* (in quest'ultimo caso, la SPAC deve richiamare la disciplina dell'OPA attraverso un'apposita clausola, c.d. OPA Endosocietaria ¹²⁵, secondo quanto stabilito dal Regolamento EGM di Borsa Italiana). Al

¹²¹ GIGANTE E CONSO, *La SPAC in Italia.*, 54.

¹²² A titolo esemplificativo, un caso di studio è riportato con la *business combination* tra la SPAC IdeaMI e la società Agrati S.p.A.: nonostante in tale occasione si fosse raccolta la preferenza dei due terzi del capitale sociale, l'operazione rilevante non è stata portata a compimento a causa del mancato raggiungimento del quorum costitutivo di un terzo del capitale sociale.

¹²³ Sono necessarie due precisazioni riguardo l'atto di fusione: la prima riguardo i soggetti indicati alla stipula dell'atto, in quanto la dottrina maggioritaria sostenga che essa non possa essere attribuita a soggetti diversi dagli amministratori (LUCARELLI, "La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta" in *Riv. Soc.*, 2004, 1343, *ivi* 1376; SANTAGATA, *Fusioni e scissioni, Trattato delle società*, VII, Torino, 2004, 535); la seconda concerne la natura dell'iscrizione dell'atto di fusione: secondo dottrina maggioritaria, esso ha la natura di contratto unilaterale con comunione di scopo tra le società coinvolte.

¹²⁴ Si intende per offerta pubblica di acquisto l'offerta attraverso la quale uno o più soggetti si propongono di acquisire degli strumenti finanziari a un prezzo determinato. Si distinguono due tipologie di OPA: quella volontaria, ovvero quando l'offerente decide di acquistare una determinata quantità di strumenti finanziari per fini di investimento o di governo societario, regolata dagli art.102 T.U.F. ss.; oppure l'OPA obbligatoria, nel caso in cui, superate determinate soglie, il soggetto dovrà acquistare la totalità delle partecipazioni societarie disponibili sul mercato. Le soglie corrispondono al 30% della partecipazione nelle PMI, mentre per le altre società è fissata al 25%.

¹²⁵FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia.*, 100.

verificarsi della circostanza descritta, il socio potrebbe evitare di acquistare la totalità delle partecipazioni della SPAC sfruttando l'esenzione prevista all'art. 49 Regolamento CONSOB 11971/99. La procedura da applicare sarà quella del *whitewash*: occorrerà l'approvazione della maggioranza dei soci, diversi da colui che acquista il controllo e da coloro che detengono una partecipazione superiore al dieci per cento ¹²⁶, dell'assemblea della società le cui azioni rappresentano l'oggetto dell'offerta pubblica d'acquisto ¹²⁷.

L'acquisto di partecipazioni societarie: un caso particolare

Come presentato in precedenza, un'ulteriore modalità attraverso cui può essere realizzata la *business combination* è l'acquisizione di partecipazioni della società *target*. Nonostante rappresenti un'eventualità non molto diffusa nella prassi, essa rappresenta un caso meritevole di analisi in virtù delle modalità di esercizio del diritto di recesso spettante agli azionisti non favorevoli all'acquisizione di partecipazioni.

Nelle SPAC, infatti, l'esercizio del recesso da parte del socio troverebbe la sua legittimazione nel caso in cui la *business combination* venga realizzata attraverso un'operazione di fusione per incorporazione, in quanto quest'ultima comporterebbe la modifica dell'oggetto sociale della SPAC e richiederebbe la convocazione dell'assemblea straordinaria.

Dubbi, dunque, sorgerebbero qualora la SPAC non realizzi un'operazione rilevante della tipologia sopra descritta, ma decida, dunque, di procedere con l'acquisto di partecipazioni della società *target*. In questo caso, non vi sarebbe la modifica dell'oggetto sociale e quindi l'applicabilità della disciplina *ex. art. 2437 c.c.*, dunque l'azionista investitore non avrebbe la possibilità di esercitare il recesso.

¹²⁶ In tal caso si terranno in considerazione anche i soci che detengono di concerto tra loro una partecipazione totale superiore al dieci per cento.

¹²⁷ Si riporta un breve estratto del documento informativo riguardo la fusione tra e la SPAC Made In Italy S.p.A. e il *target* SeSa. S.p.A.: « Al riguardo, si segnala che, in applicazione del c.d. *whitewash* di cui all'articolo 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti, ove gli azionisti dell'Emittente chiamati ad esprimersi sulla Fusione per incorporazione di SeSa in Made in Italy 1 all'ordine del giorno dell'Assemblea straordinaria approvassero la relativa proposta con le maggioranze previste dal predetto articolo 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti, il mutamento della compagine azionaria di Made in Italy 1 a seguito della Fusione non comporterà per ITH alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di azioni ordinarie Made in Italy 1 sulla totalità delle azioni ordinarie medesime ammesse alle negoziazioni sull'AIM Italia in loro possesso [...]»

L'estratto è rinvenibile a pagina 95. Per maggiori informazioni, si può consultare il documento disponibile a <https://www.sesa.it/wp-content/uploads/2020/03/documento-informativo.pdf>.

Una soluzione a tale evenienza è rappresentata dalla possibilità di fissare, statutariamente, un termine di durata della società inferiore all'arco temporale tra i diciotto e ventiquattro mesi a disposizione della SPAC per completare la *business combination*: in questo modo, al sopraggiungere del termine sorgerebbe la necessità di prorogare la durata della società, e dunque bisognerebbe convocare l'assemblea straordinaria nella quale i soci decideranno se votare a favore o contro tale proposta. Ad esempio, gli amministratori potrebbero annunciare l'operazione di acquisizione di partecipazioni della società *target*, ma in tal caso convocando l'assemblea straordinaria della società dovrebbero proporre una delibera che abbia come oggetto il prolungamento della vita societaria. In tale ipotesi, dunque, si ritornerebbe in una fattispecie suscettibile di applicazione dell'art. 2437, comma 2 ¹²⁸.

2.8 LA MANCATA REALIZZAZIONE DELL'OPERAZIONE: GLI SCENARI

Come descritto nei precedenti paragrafi, i frutti del lavoro svolto da parte dei soci promotori si manifestano nella finalizzazione della *business combination*: sorge però spontaneo domandarsi cosa succederebbe se tale fase non si concludesse con l'esito sperato. Infatti, qualora l'operazione rilevante non fosse portata a compimento, i promotori vedrebbero non solo svanire la realizzazione di un progetto imprenditoriale, ma anche la potenziale remunerazione a loro destinata derivante dalla riuscita dell'operazione. Anche i soci investitori non trarrebbero vantaggio da tale circostanza, in quanto la somma investita inizialmente nella sottoscrizione degli strumenti finanziari proposti risulterebbe stata "immobilizzata" in un investimento che non ha reso quanto sperato e dunque avrebbe potuto essere utilizzata in altro modo.

La mancata realizzazione della *business combination*, in particolare, può verificarsi in due circostanze, ovvero: il sopraggiungimento del termine di scioglimento della società fissato nello statuto e il mancato raggiungimento delle maggioranze previste ¹²⁹ per l'approvazione della delibera assembleare riguardante l'operazione straordinaria.

¹²⁸ Un'ulteriore soluzione è stata proposta dalla dottrina (TASCA E GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, 107) secondo cui sarebbe d'aiuto l'utilizzo di previsioni statutarie apposite, inserite già nel primo statuto SPAC, che escludano tra le funzioni della società quelle proprie della *holding* di partecipazioni ex art. 32 T.U.F: in questo modo, la realizzazione dell'acquisizione di partecipazioni della società *target* necessiterebbe della modifica dell'oggetto sociale e, di conseguenza, la convocazione dell'assemblea straordinaria del veicolo societario. Tuttavia, tale soluzione parrebbe in contrasto con la definizione fornita da Banca d'Italia riguardo la natura della SPAC.

¹²⁹ Nella prassi italiana, la dottrina (TASCA, GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, 238) osserva che, nell'esperienza italiana, la *business combination* è approvata a meno che si raggiunga un numero di recessi corrispondente al trenta per cento del capitale sociale. Questa circostanza è avvenuta con la SPAC Capital for Progress 2: la percentuale di recesso nel caso di specie fu del 58% del capitale sociale, impedendo la conclusione dell'operazione. La SPAC, tuttavia, decise di prolungare il termine per lo scioglimento della società e modificare la denominazione sociale in Capital for Progress Single Investment S.p.A., non procedendo alla liquidazione.

Qualora la *business combination* non venga realizzata per superamento del termine massimo stabilito statutariamente per la ricerca del *target*, solitamente identificato tra i 18 e 24 mesi, la società si ritroverà davanti ad un'alternativa: decidere di realizzare una modifica dello statuto, e quindi convocare l'assemblea straordinaria al fine di deliberare una proroga del termine massimo per la ricerca della società, nel rispetto del principio di autonomia statutaria dei soci, ovvero deliberare lo scioglimento, con conseguente liquidazione e concomitante restituzione delle somme trattenute nel conto vincolato ai soci investitori.

Alternativamente, la *business combination* potrebbe non realizzarsi al seguito del mancato raggiungimento delle maggioranze previste per l'approvazione della delibera assembleare a seguito dell'esercizio del diritto di recesso. In particolare, il diritto di recesso potrà essere esercitato, da parte dei soci investitori, entro un periodo massimo di quindici giorni, ovvero il termine ultimo per decidere se approvare o meno la *business combination* proposta. Per porre rimedio a tale scenario, i *promoters* hanno a disposizione diverse soluzioni: *in primis*, essi, con l'ausilio delle banche collocatrici, potrebbero muoversi in anticipo cercando di comprendere le intenzioni dei soci investitori e avviare, in alternativa, la ricerca di eventuali sostituti dei dissenzienti ¹³⁰; ulteriormente, potrebbero essere utilizzate le c.d. clausole *put options*, ovvero previsioni che consentono all'azionista non favorevole alla *business combination* di vendere la propria partecipazione ad un prezzo determinato. Vi è da sottolineare, tuttavia, che tali clausole sarebbero utilizzabili esclusivamente dalle società ammesse a *Euronext Growth Milan*; le società quotate su *Euronext MIV Milan*, infatti, non potrebbero inserire tale previsione nello statuto in quanto si tratti di una clausola statutaria non rientrante tra le fattispecie previste dall'art. 2437, comma 4, c.c. ¹³¹. Infine, potrebbe essere previsto statutariamente che, le partecipazioni oggetto di recesso possano essere acquistate, con diritto di prelazione, dagli altri

¹³⁰ Riguardo la definizione di informazione privilegiata, si intende «un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari». Nell'ambito delle SPAC, la ricerca di potenziali sostituti potrebbe rientrare nella fattispecie di condivisione di informazioni privilegiate: parte della dottrina (FUMAGALLI, in *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company)* in Italia. 81) sostiene che le informazioni siano comunicate durante la normale attività di lavoro e siano accompagnate da un *non trading agreement*.

¹³¹ La SPAC Glenalta Food S.p.A. ha inserito tale clausola nel proprio statuto. Di seguito, se ne riporta un estratto: «Dal 45° (quarantacinquesimo) giorno successivo alla Quotazione fino alla prima nel tempo fra le seguenti date: (i) il 24 (ventiquattresimo) mese successivo alla Quotazione e (ii) la data di sottoscrizione di qualunque accordo per la realizzazione dell'Operazione Rilevante che sia oggetto di comunicazione al mercato ai sensi dell'articolo 114 del TUF, ai titolari delle Azioni Ordinarie è riconosciuto il diritto di recedere dalla Società e, nel contesto della relativa procedura di liquidazione delle azioni, vendere alla Società (l'«Opzione di Vendita»), che avrà il corrispondente obbligo di acquistare ai sensi dell'articolo 2357 del Codice Civile ovvero utilizzando riserve disponibili ai sensi dell'articolo 2437- quater, quinto comma, del Codice Civile, tutte o parte delle Azioni Ordinarie detenute».

soci della SPAC qualora essi decidessero di sottoscriverle. La previsione di una prelazione sulle azioni, sotto tale punto di vista, svolge il ruolo di salvataggio ultimo dell'operazione rilevante e mira a comprendere se quest'ultima potrà effettivamente essere realizzata o meno.

2.8.1 IL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIETARIE A SEGUITO DEL RECESSO

Nella prospettiva del diritto di recesso da parte dell'azionista, è interessante analizzare la fattispecie riguardante l'identificazione del valore delle partecipazioni societarie e della somma spettante al recedente.

Dal punto di vista normativo, la disciplina di riferimento per identificare tale valore è dettata dall'art. 2437-*quater* c.c., nella quale si osserva che il valore della partecipazione a seguito del recesso dovrà essere individuato sulla base della consistenza patrimoniale della società, sulle sue prospettive a livello di reddito e sul valore di mercato delle partecipazioni. Tale valutazione, in particolare, sarà eseguita dagli amministratori della società, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti. Si osserva, inoltre, che qualora la società sia quotata in un mercato regolamentato, il valore di liquidazione delle partecipazioni è determinato attraverso la media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi antecedenti la pubblicazione delle delibere che legittimano il recesso, alla luce di quanto stabilito dall'art 2437-*ter*, comma 2, c.c.. Tale previsione, in particolare, creerebbe incertezze circa la determinazione del corretto valore da restituire ai soci recedenti, in quanto essi sarebbero soggetti alle fluttuazioni di valore che si verificherebbero nella fascia temporale espressa dalla previsione di legge: essendo la SPAC un veicolo societario privo di operatività, eventuali annunci riguardo le scelte del *management* e, in particolare, circa le informazioni sulla *business combination* potrebbero causare forti fluttuazioni di prezzo che comporterebbero il danneggiamento della posizione dei soci investitori ed incoraggerebbero comportamenti speculativi da parte degli operatori di mercato sulla SPAC. Per tali motivi, l'applicazione del secondo comma avrebbe un utilizzo residuale ¹³², restando sempre come soglia minima per identificare valore del disinvestimento, ma permettendo l'utilizzo dei criteri di liquidazione previsti per le società non quotate descritti al comma uno dell'articolo in questione ¹³³. Ci si

¹³²GARRAMONE, *Una panoramica in tema di "Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, 148

¹³³ Il comma 3 dell'art.2437-*ter* è stato modificato, nel 2014 attraverso il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 noto come "Decreto Competitività", eliminando la quantificazione esclusiva del valore delle partecipazioni sulla base dei sei mesi antecedenti alla pubblicazione della delibera di recesso: il legislatore, sotto tale punto di vista, ha voluto, garantire la convenienza del diritto di recesso anche qualora i prezzi di chiusura dei sei mesi antecedenti siano stati bassi, al fine di accrescere gli investimenti nelle società quotate.

interroga, infine, se l'istituzione, per via statutaria, di criteri di valutazione delle partecipazioni liquidate alla luce dell'art.2437-ter, comma 4 c.c. possa offrire maggiore tutela ai soci: in tale modo, sarebbe possibile identificare *ex ante* i criteri qualitativamente adatti in caso di rimborso del socio, preannunciando fin dallo statuto originario della SPAC le modalità di valutazione del rimborso e rendendo fin da subito edotti su tale tema i soci investitori.

Dall'analisi della disciplina normativa, si evince dunque che l'entità della somma liquidata al socio recedente corrisponderà al valore *pro quota* depositato nell'*escrow account*, comprendendo eventuali interessi maturati: infatti, i criteri di valutazione dettati dall'art.2437, comma 1, c.c. risultano di facile applicazione in ambito SPAC, con particolare riguardo alla consistenza patrimoniale, identificata nelle somme trattenute nel conto vincolato e alle prospettive di reddito¹³⁴.

3. GLI ASPETTI PATOLOGICI DELLA SPAC: FOCUS SUI CONFLITTI DI INTERESSE

Nei paragrafi precedenti, si è cercato di offrire una dettagliata e approfondita analisi del meccanismo tecnico-giuridico che connota la SPAC. Come si è potuto osservare, la realizzazione dell'operazione rilevante rappresenta il risultato dell'allineamento di diversi interessi appratenti alle diverse parti coinvolte: *in primis*, quello dei promotori, che hanno sponsorizzato la *business combination* al fine di realizzare un investimento di medio-lungo termine in una società dotata di ampie potenzialità di crescita e apportare il loro *know-how* al management della *target*; sullo stesso piano, vi è l'interesse degli azionisti della SPAC, i quali mirano ad ottenere un profitto dall'investimento realizzato; infine, quello della società *target*, che attraverso l'operazione rilevante è riuscita ad accedere ai capitali e, in generale, alle opportunità offerte dalla quotazione.

Tuttavia, è importante sottolineare che l'allineamento di interessi descritto sopra potrebbe non essere sempre garantito. A causa delle peculiarità strutturali delle SPAC, alcune operazioni potrebbero presentare delle anomalie che potenzialmente potrebbero arrecare danno agli investitori e, a lungo termine, al mercato.

3.1 LE CAUSE DEI DISALLINEAMENTI TRA GLI STAKEHOLDERS

Come illustrato nel corso della trattazione, l'intero processo SPAC è legato all'approvazione, da parte dell'assemblea, del progetto di fusione con la società *target*. In particolare, il voto

¹³⁴ In particolare, il criterio delle prospettive di reddito presenta poco rilievo nelle SPAC, in quanto la società non è operativa fino al momento in cui finalizza la *business combination*.

favorevole non è importante unicamente per gli azionisti della SPAC e del *target*, ma soprattutto per i promotori in virtù della struttura tipica dei veicoli societari trattati. I *promoters*, infatti, non ricevono un compenso fisso per l'intero lavoro svolto, ma sono remunerati con l'avverarsi di una peculiare condizione, ovvero la conversione delle azioni speciali, sottoscritte precedentemente alla fase di collocamento sul pubblico mercato ¹³⁵, in azioni ordinarie della società risultante. Tali strumenti finanziari, tuttavia, possono essere convertiti solo alla realizzazione della *business combination*: infatti, qualora l'operazione proposta non venisse approvata dall'assemblea dei soci, i *promoters* non sarebbero remunerati per il lavoro svolto, in quanto il valore delle azioni speciali diverrebbe nullo. Un simile ragionamento si applica agli eventuali *warrants* detenuti da quest'ultimi: infatti, anche tali strumenti finanziari non avrebbero più alcun valore in caso di mancata *business combination* nel termine stabilito statutariamente. Alla luce di questa peculiare caratteristica, non sarebbe da escludere la circostanza in cui venga realizzata un'operazione rilevante che non risulti profittevole per gli investitori della SPAC, ma si riveli poco conveniente a lungo termine, ad esempio in virtù di un crollo del valore delle partecipazioni azionarie che sarebbe potuto essere previsto da parte dei *promoters* ¹³⁶.

La remunerazione, dunque, genera degli incentivi economici che possono creare dei disallineamenti di interessi tra gli stakeholders coinvolti in un'operazione SPAC ¹³⁷. In particolare, la conversione delle azioni speciali può essere realizzata in tre modi ¹³⁸, maggiormente utilizzati negli statuti delle SPAC italiane:

- una conversione di riallineamento, che permette la trasformazione delle azioni speciali in azioni ordinarie secondo un rapporto 1:1;
- una conversione premiante, che coinvolge le azioni speciali residue dopo la conversione di riallineamento, che comporta la trasformazione di tali azioni secondo un rapporto particolarmente vantaggioso verso i soci promotori, tipicamente con proporzioni di 1:6. Essa rappresenta la tipologia più utilizzata;

¹³⁵ Si ricorda che tali azioni corrispondono al venti per cento del capitale sociale della SPAC antecedentemente all'IPO.

¹³⁶ GIGANTE E CONSO, *La SPAC in Italia*, 50.

¹³⁷ Sul punto, CLEMENTS *Misaligned incentives in Markets: envisioning finance that benefits all society*, in *DePaul bus. & comm. law j.*, (2021), 28.

¹³⁸ DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo d'investimento e quotazione*, 2018, 737.

- una conversione finale, riguardante le azioni speciali residue dopo l'operazione rilevante, le quali saranno trasformate in ordinarie, solitamente entro un arco temporale di ventotto mesi, secondo un rapporto fissato di 1:1.

La conversione premiante pone, senza dubbio, maggiori problemi in quanto l'utilizzo del moltiplicatore sopra descritto potrebbe procurare un ingente profitto al *promoter* qualora la *business combination* venga approvata (si consideri che qualora l'azione ordinaria abbia un valore di EURO 12,00, un'azione speciale corrisponderebbe a EURO 72,00), creando dunque un incentivo a concludere l'operazione anche a discapito del *deal* proposto¹³⁹. Al riguardo, la dottrina¹⁴⁰ sostiene che tale rapporto di conversione trova la sua giustificazione nella natura delle azioni speciali e dei *warrants*, in quanto i *promoters* sopportano il costo della quotazione e della ricerca del target nel caso l'operazione straordinaria non venga conclusa, vedendo le proprie partecipazioni perdere tutto il valore¹⁴¹.

Oltre alla problematica sopra descritta, vi sono ulteriori casi in cui potrebbero sorgere dei conflitti di interesse tra i soggetti coinvolti nell'operazione SPAC. Potrebbe accadere che gli azionisti decidano di rimuovere i *promoters* dal loro incarico di amministratori, non ritenendo adeguato il loro operato ovvero non adatti a portare a termine un'operazione rilevante che si riveli profittevole. Queste circostanze, in particolare, potrebbero turbare il mercato poiché, come descritto precedentemente¹⁴², la valutazione riguardo la bontà dell'investimento nella SPAC è spesso collegata alla figura del *promoter*; in aggiunta, eventuali cambi all'interno del consiglio di amministrazione potrebbe generare dubbi sul proseguimento dell'operazione in capo alla società *target* in virtù dell'incertezza societaria.

Infine, non si può escludere che la SPAC concluda un'operazione che rientri nella disciplina delle operazioni con parti correlate (OPC)¹⁴³ e che dunque si riveli in contrasto con gli interessi degli azionisti. In tal caso, il veicolo societario, quotato sul MIV o ammesso al sistema multilaterale EGM, è tenuto ad applicare la procedura descritta dal regolamento CONSOB marzo 2010, n.17221. In particolare, sarà necessario che un comitato composto in *toto* da

¹³⁹ Sul punto, NILSSON, *Incentive structure of Special Purpose Acquisition Companies*, in 10 *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 263, (2019).

¹⁴⁰ DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo d'investimento e quotazione*, 2018, 738.

¹⁴¹ Altra parte della dottrina ritiene che la compensazione dei *promoter* non sia un "buon" incentivo a concludere l'operazione. Sul punto, MARTIN, *The agency problem in SPACs: a legal analysis of SPAC IPO investor protection*, in 95 *S. Cal. Law Rev.*, 1255, (2022).

¹⁴² *Vd,retro*, Cap. II, 22.

¹⁴³ La definizione di operazione OPC è rinvenibile all'Allegato 1 del Regolamento Parti Correlate CONSOB 17221/2010, intendendosi «*qualunque trasferimento di risorse servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*».

amministratori indipendenti esamini la *business combination* e si esprima su quest'ultima attraverso un parere, che sarà vincolante se l'operazione sarà considerata di maggiore rilevanza; alternativamente, in presenza di un'operazione di minor rilevanza, il parere non sarà vincolante e dovrà essere espresso da un comitato di amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti.

3.2 PUNTI DI FORZA E LIMITI DELLE CLAUSOLE STATUTARIE

Le SPAC italiane hanno dato ampio spazio all'autonomia statutaria per regolare i rapporti che instaurano all'interno della società, mirando ad allineare il più possibile gli interessi degli *stakeholders* coinvolti nell'investimento SPAC.

Particolare importanza rivestono le clausole di c.d. *lock-up*. Attraverso tali accordi la società e/o gli azionisti si impegnano a non compiere, per un periodo di tempo prefissato, determinate operazioni sul capitale sociale. Queste clausole hanno il fine di assicurare il mercato riguardo il fatto che gli azionisti continueranno a detenere la partecipazione nel periodo successivo all'IPO ¹⁴⁴. La totalità delle SPAC italiane ha deciso di adottare tale tipologia di clausole, contemplando l'intrasferibilità delle azioni speciali in capo ai *promoters* fino momento della realizzazione della *business combination* ¹⁴⁵ (si consideri che il *lock up* può essere applicato anche ai *warrants* detenuti sia dagli investitori ¹⁴⁶, sia dai *promoters*). Le clausole predette, in aggiunta, consentono di alleviare il c.d. "effetto diluizione" ¹⁴⁷, in quanto la conversione delle azioni speciali verrebbe subordinata al ricevimento del massimo numero di azioni, da parte degli investitori, a seguito dell'esercizio dei *warrants* ¹⁴⁸.

¹⁴⁴ BOLAMPERTI, *Le clausole lock-up nelle offerte pubbliche iniziali: motivazioni teoriche ed effetti empirici*, in *Banc., Impr. e Soc.*, 2003, 117, ivi 121.

¹⁴⁵ GIGANTE E CONSO, *La SPAC in Italia.*, 52.

¹⁴⁶ A titolo esemplificativo, si può guardare ai *warrants* emessi dalle SPAC EPS Equita PEP S.p.A., i quali sono stati assegnati gratuitamente agli azionisti, al rapporto di conversione di 5 *warrant* ogni 10 azioni ordinarie, ma che potranno essere esercitati solamente «dal terzo giorno di borsa aperta del secondo mese di calendario successivo alla data di efficacia dell'operazione rilevante». La SPAC EPS Equita PEP S.p.A. è una società quotata sul mercato EGM nel 2017, dopo aver raccolto 150 milioni di euro: successivamente, tale società aveva individuato nella società ICF (Industrie Chimiche Forestali) il *target* della *business combination*. Per una consultazione completa, si veda il Regolamento Warrants EPS Equita PEP SPAC S.p.A. disponibile a <https://www.epspac.it/wp-content-epssecure/uploads/2017/07/EPS-Regolamento-Warrant.pdf>.

¹⁴⁷ Il fenomeno del c.d. "effetto diluizione" si verifica a seguito della conversione delle azioni speciali e/o dell'esercizio dei *warrants* da parte dei *promoters* a seguito della *business combination*: in questo modo, i titolari delle azioni ordinarie vedono la propria partecipazione diluita, sulla base del rapporto di conversione stabilito *ex ante* nel progetto di fusione. Tale fenomeno tende ad accentuarsi nei casi di conversione premiante, in quanto l'utilizzo del moltiplicatore implicherebbe la redistribuzione l'apprezzamento ottenuto a seguito della *business combination* su un maggiore numero di azioni; attraverso la conversione per riallineamento, viceversa, si tende a riallineare

¹⁴⁸ Come riportato in dottrina (GIGANTE E CONSO, *Le SPAC in Italia*, 64) la clausola utilizzata dalla SPAC ALP.I rappresenta un valido esempio: una volta raggiunto l'accordo riguardo la *business combination* con il *target*

La posizione dei promotori può essere tutelata anche attraverso le clausole “anti-scalata”, le quali mirano ad impedire che questi vengano revocati dalla loro carica di amministratori attraverso un atto di revoca ex. art.2383 c.c.. Tali previsioni statutarie, ispirate secondo parte della dottrina ¹⁴⁹ alle clausole c.d. *good leaver* ¹⁵⁰ tipiche del *private equity*, garantiscono come “premio” la conversione delle azioni speciali in capo al *promoter* in azioni ordinarie nell’eventualità in cui esso venga estromesso dalla società, in maniera tale da scoraggiare atteggiamenti ostili da parte degli azionisti. Esauriente, al riguardo, appare il caso di SPACE S.p.A. dove nello statuto antecedente alla *business combination* era stata prevista la possibilità per l’amministratore revocato di restare all’interno della società in qualità di azionista ordinario e di beneficiare del rapporto di conversione applicato sulle azioni speciali detenute, in quanto queste ultime venivano automaticamente convertite in ordinarie al verificarsi della revoca ¹⁵¹.

Le clausole sopra descritte, dunque, mirano ad allineare gli interessi tra azionisti e *promoters* proteggendo quest’ultimi a garanzia della qualità dell’investimento SPAC: infatti, quest’ultimo è fortemente influenzato dalla figura del *promoter* coinvolto, e dunque eventuali cambi potrebbero dare segno al mercato che l’operazione rilevante non sia così promettente come prospettato.

Tuttavia, non si riscontra nella prassi l’utilizzo di previsioni statutarie che tutelino l’azionista nella circostanza in cui i *promoters* realizzino un’operazione straordinaria che, a posteriori, si riveli sconveniente. Come già detto, il potenziale profitto derivante dall’approvazione della *business combination* può spingere i promotori a identificare un target non particolarmente

Antares Vision (operante nel settore farmaceutico), i promotori hanno allungato il periodo di *lock-up* delle azioni speciali a cinque anni. Questa scelta mostra l’intenzione dei promotori di voler lasciare in primis la conversione dei *warrants* detenuti dagli investitori, per poi procedere alla conversione delle azioni speciali.

¹⁴⁹ FUMAGALLI, *Lo Sviluppo Della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia.*, 99.

¹⁵⁰ La clausola deriva dalla famiglia delle *leavership clauses*: si tratta di accordi attraverso il quale la società si impegna nei confronti di un amministratore “uscente” a riconoscere determinati incentivi. Si distinguono, oltre alla tipologia *good leaver*, anche le *bad leaver clauses*: queste ultime agiscono come disincentivo nei confronti dell’amministratore “uscente” in quanto, a seguito dello scioglimento del rapporto, vi sarebbero conseguenze sfavorevoli come ad es. la perdita dei diritti detenuti sulla partecipazione azionaria.

¹⁵¹ «sono convertite automaticamente in azioni ordinarie, prevedendo che per ogni azione speciale si ottengano in conversione n. 5 (cinque) azioni ordinarie, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell’entità del capitale sociale, fermo restando che tale conversione comporterà una riduzione del valore della parità contabile implicita delle azioni ordinarie: (i) nella misura di massime n. 500.000 azioni speciali (in ogni caso pari al 100% del numero complessivo delle azioni speciali) qualora prima della data di efficacia dell’Operazione Rilevante almeno uno degli amministratori in carica alla data di entrata in vigore del presente statuto sia revocato dall’assemblea della Società in assenza di giusta causa ovvero, in caso di decadenza dell’intero consiglio di amministrazione, almeno uno degli amministratori in carica alla data di entrata in vigore del presente statuto non venga rieletto in assenza di gravi inadempimenti inerenti al rapporto di amministrazione e/o di applicabili cause di ineleggibilità o decadenza previste dalla legge [...]» statuto SPACE S.p.A., consultabile presso <http://www.space-spa.it/static/upload/sta/statuto.pdf>

idoneo rispetto alla strategia d'investimento prefissata, concludendo un'operazione straordinaria che non produca valore per gli azionisti.

Il problema è stato affrontato da parte della dottrina¹⁵², la quale ha proposto l'utilizzo di clausole di c.d. *reverse earn out* al fine di tutelare gli azionisti. Nel dettaglio, si tratta di una tipologia di previsioni statutarie, tipica del *private equity*¹⁵³, secondo il quale l'alienante si impegna, nei confronti dell'acquirente, a restituire una parte del corrispettivo ricevuto qualora la società *target* non raggiunga gli obiettivi commerciali che erano stati previsti dalle parti al momento della stipula del contratto di acquisizione. In tal modo, la SPAC offrirebbe ai propri investitori una garanzia sull'investimento effettuato, pattuendo con il *target* la restituzione di una parte delle somme investite in caso di mancato raggiungimento, post-operazione, di determinati valori¹⁵⁴.

La soluzione descritta, tuttavia, nonostante consenta agli investitori di recuperare una parte del proprio investimento, non eliminerebbe l'incentivo in capo ai *promoters* nel concludere un'operazione che renda al di sotto delle aspettative: infatti, la conversione delle azioni speciali si verificherebbe in ogni caso.

Un ulteriore approccio risolutivo al problema descritto è l'ideazione di un apposito meccanismo di conversione delle azioni speciali, basato sulla subordinazione della conversione al conseguimento di determinati valori post-fusione, quali ad es. all'apprezzamento delle partecipazioni sociali sul mercato azionario, e sulla suddivisione delle azioni speciali in pacchetti che potranno essere convertiti secondo una scansione temporale prefissata nello statuto¹⁵⁵. In questo modo, si cercherebbe di incentivare i *promoters* a realizzare una *business combination* che possa rivelarsi, *ex post*, conveniente per gli investitori.

¹⁵² FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC in Italia*, 96.

¹⁵³ Queste previsioni rappresentano una sottocategoria delle clausole di c.d. *earn out*. In tali previsioni, il compratore si impegna a corrispondere, successivamente all'atto di acquisizione di una società *target*, un importo aggiuntivo nei confronti del venditore qualora la società acquisita raggiunga determinate *performance* post-operazione. Sul punto, CACCHI PESSANI, *La fusione come tecnica di acquisizione*, in *Giur. Comm.*, II, 2023, 177, *ivi* 181.

¹⁵⁴ Come esempio, è interessante il caso della SPAC Made in Italy 1 S.p.A. La società aveva raggiunto un accordo con ITH S.r.l., controllante del *target* SeSa S.p.A., per l'acquisto di quest'ultima: le società avevano pattuito, attraverso l'inserimento di una clausola di *reverse earn out*, che se il *target* non avesse raggiunto determinate performance post *business combination* ITH S.r.l. avrebbe diluito la propria partecipazione nella società risultante. In questo modo, gli investitori vengono tutelati nel caso in cui l'andamento della società a seguito dell'operazione straordinaria non sia conforme alle aspettative annunciate durante la fase di presentazione del *target*.

¹⁵⁵ Si pensi, a titolo esemplificativo, alla conversione delle azioni speciali di SPACE S.p.A.. Lo statuto prevedeva la conversione del 35% delle azioni speciali alla data della *business combination* e, successivamente, tre tranches pari al 25%, 20 % e 20% al raggiungimento di EURO 11, 12 e 13 per azione.

La previsione statutaria sopra descritta, tuttavia, non riuscirebbe ad eliminare alla radice la problematica descritta. Nonostante la suddivisione *in tranches* dell'ammontare complessivo delle azioni speciali, i *promoters* avrebbero comunque un forte incentivo nel realizzare l'operazione, in quanto il potenziale profitto che potrebbe essere realizzato dalla riuscita della *business combination* sarebbe particolarmente conveniente anche in virtù della suddivisione: infatti, anche nell'eventualità che venga convertita solamente *una tranche* di azioni, i *promoters* conseguirebbero un guadagno nettamente superiore rispetto al prezzo d'acquisto delle azioni speciali, e dunque l'incentivo a concludere l'operazione permarrrebbe.

3.3 IL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI: UNA POSSIBILE SOLUZIONE?

Alla luce di quanto detto, è evidente che la struttura delle SPAC genera nei promotori un interesse nella realizzazione della *business combination*: quest'ultimo, in particolare, è in conflitto con quello proprio degli azionisti quando i *promoters* sono disposti a realizzare operazioni distruttive di valore pur di conseguire il profitto derivante dalla conversione delle azioni speciali. Tale problematica, dunque, deve essere rappresentata in maniera inequivocabile da parte della SPAC nei confronti dei propri investitori. Secondo la previsione di cui all'art. 2.2.37., comma 11, del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana, le SPAC quotate *su Euronext MIV Milan*, hanno l'obbligo di dotarsi di un apposito documento, denominato *Politica sulla Gestione dei Conflitti di Interesse*, nel quale vengano descritte le procedure e le misure utilizzate per la gestione e prevenzione dei conflitti che potrebbero insorgere all'interno della società ¹⁵⁶. Anche le società ammesse al sistema multilaterale di negoziazione adottano un documento dove illustrano le misure attuate per la gestione e prevenzione dei conflitti di interesse.

Nel caso delle SPAC, l'istituzione di un preciso *iter* procedurale che riguardi l'approvazione della *business combination* potrebbe avere un ruolo importante nella riduzione del rischio che vengano concluse operazioni rilevanti che si rivelino, a posteriori, distruttive di valore per gli investitori della SPAC. Sul punto, una soluzione potrebbe essere rappresentata dalla figura dell'amministratore indipendente, soprattutto in virtù del suo ruolo all'interno della società: questi risponde all'esigenza di bilanciamento degli interessi del management con quelli degli azionisti e della società stessa in modo tale da evitare che gli amministratori agiscano

¹⁵⁶ Potrebbe essere riportato, ad esempio, se i *promoters* siano coinvolti in altre attività che potranno rivelarsi in contrasto con la politica d'investimento della SPAC e con gli interessi degli azionisti.

arbitrariamente e nel perseguimento dei loro interessi personali ¹⁵⁷; inoltre, si consideri che la loro presenza è particolarmente apprezzata dagli investitori, specialmente quelli di rango istituzionale, come riportato in dottrina. L'importanza della figura dell'amministratore indipendente nelle vicende societarie è sottolineata anche in virtù dei requisiti richiesti alle società quotate nel mercato regolamentato *Euronext MIV Milan* e ammesse sul sistema multilaterale di negoziazione *Euronext Growth Milan*. Sul mercato regolamentato dei veicoli d'investimento, l'art. 2.6.3., comma 3, del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana al prevede le società quotate debbano avere, all'interno del consiglio di amministrazione, un numero adeguato di soggetti in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice di *Corporate Governance* ¹⁵⁸. Situazione differente, invece, emerge sul mercato *Euronext Growth Market*, ove è prevista la presenza di almeno un amministratore indipendente. A livello quantitativo, è utile precisare che le SPAC quotate sul *MIV* hanno deciso optare per l'adozione di un numero rilevante di amministratori indipendenti ¹⁵⁹: di contro, sul sistema multilaterale *Euronext Growth Milan* si è osservato un numero, generalmente, inferiore di presenti nel

¹⁵⁷ LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *Osservatorio sulla Corp. Gov.*, II, 2012, 354, ivi 358.

¹⁵⁸ L'art. 2, raccomandazione 7 del Codice di Corporate Governance prevede le circostanze in cui un amministratore non sia indipendente. Tra esse si annovera:

- «se è un azionista significativo della società;
- se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un amministratore esecutivo o un dipendente: a) della società, di una società da essa controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo; b) di un azionista significativo della società;
- se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia amministratore esecutivo, o in quanto partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nei tre esercizi precedenti, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: a) con la società o le società da essa controllate, o con i relativi amministratori; b) con un soggetto che, anche insieme ad altri attraverso un patto parasociale, controlla la società; o se il controllante è una società o un ente, con i relativi amministratori esecutivi e top management;
- se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, da parte della società, di una sua controllata o della società controllante, una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto al compenso fisso per la carica e a quello previsto per la partecipazione ai comitati raccomandati dal Codice o previsti dalla normativa vigente;
- se è stato amministratore della società per più di nove esercizi, anche non consecutivi, negli ultimi dodici esercizi;
- se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo della società abbia un incarico di amministratore;
- se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale della società; se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti».

¹⁵⁹ Ad esempio, la SPAC Italy Investment S.A. comprendeva quattro componenti su nove oppure la SPAC SPACE4 S.p.A. ne prevedeva due su nove.

consiglio di amministrazione ¹⁶⁰. Nei casi riportati, tali soggetti erano stati nominati antecedentemente alla fase di IPO, non rappresentando dunque gli investitori sopraggiunti.

Nell'ottica della delineazione di una procedura ad hoc per le operazioni SPAC, la procedura per l'approvazione delle operazioni straordinarie realizzate dalle società di investimento immobiliare quotate (S.I.I.Q) ¹⁶¹ rappresenta un valido spunto di riflessione. Nel dettaglio, l'art. 2.2.38., comma 15, del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana, descrive che tali veicoli societari sono tenuti ad istituire un apposito comitato di amministratori indipendenti, all'interno dell'organo amministrativo, che valuti ogni proposta di investimento o disinvestimento che riguardi più del cinque per cento degli attivi della società al *Net Asset Value*. Il comitato deve essere composto da almeno tre amministratori indipendenti o, in alternativa, da amministratori non esecutivi ma in maggioranza indipendenti; inoltre, esso ha il potere di analizzare anche le operazioni al di sotto della soglia descritta sopra nel caso in cui gli amministratori che abbiano un interesse nell'operazione ai sensi dell'art 2391 c.c. ¹⁶². Quest'ultima circostanza, in particolare, ricorre sempre nelle SPAC, in quanto gli amministratori sono sempre interessati all'approvazione della *business combination*. Dunque, l'istituzione un presidio procedurale simile a quello descritto sopra comporterebbe indubbi vantaggi per la sicurezza dell'intera operazione SPAC.

In tale prospettiva, un'ulteriore soluzione è stata delineata da una parte della dottrina ¹⁶³, che suggerisce l'adozione di una procedura per le operazioni SPAC analoga alla disciplina descritta per le operazioni con parti correlate. Attraverso l'istituzione di un comitato che svolga funzioni analoghe a quelle descritte nelle operazioni OPC, indubbiamente potrebbe essere garantito un controllo teso stroncare i potenziali tentativi, da parte dei *promoters*, di realizzare operazioni straordinarie poco convenienti.

Sempre secondo parte della dottrina ¹⁶⁴ potrebbe profilarsi una soluzione che non riguardi unicamente la fase de-SPAC e dunque l'approvazione della *business combination*, bensì la fase della *due diligence*. Nelle SPAC, è solito che i *promoters* si facciano carico di organizzare e

¹⁶⁰ Ad esempio, la Spac Made In Italy S.p.A. ha avuto quattro consiglieri, di cui uno indipendente, mentre la società Industrial Stars of Italy S.p.A. ne aveva tre, di cui uno indipendente.

¹⁶¹ Si tratta di società per azioni finalizzate all'acquisizione e locazione di immobili.

¹⁶² Il seguente articolo recita: «l'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata...».

¹⁶³ CORGATELLI, *L'inesplorato conflitto di interessi degli amministratori di SPAC nel Delaware*, in Giur. Comm., I, 2023, 5, ivi 27.

¹⁶⁴ *supra*, 23.

svolgere l'attività inerente alla raccolta di informazioni sulla società identificata come bersaglio¹⁶⁵, detenendo un monopolio sulle informazioni che vengono raccolte sul *target* e selezionando quelle che ritengano maggiormente idonee per la realizzazione della *business combination*. Al fine di evitare che i *promoters* realizzino valutazioni approssimative sul *target* che "occultino" la sua idoneità all'operazione rilevante, il ruolo degli amministratori indipendenti potrebbe rivelarsi rilevante anche in questo caso: infatti, fornendo un parere sull'attività di *due diligence* realizzata, si porrebbero le basi per una corretta *disclosure* informativa che consenta agli investitori di esercitare in maniera consapevole il proprio diritto di voto relativo alla decisione d'investimento nella SPAC.

Come si vedrà nel terzo capitolo, l'ipotesi riguardo la potenziale istituzione di appositi presidi, simili a quelli descritti precedentemente, che mirino a prevenire e contrastare i conflitti di interesse è supportata anche dall'approccio delle corti statunitensi a tale tematica, con particolare riguardo ad alcuni casi pratici che verranno illustrati successivamente.

¹⁶⁵ Come riporta la dottrina (FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC*, 78) solitamente le SPAC sono dotate di appositi comitati esecutivi, composti in maggioranza o in toto da promotori, il cui compito è quello di dedicarsi all'attività di ricerca del *target* e relativa negoziazione.

CAPITOLO 3 I CONFLITTI D'INTERESSE DELLE SPAC NEGLI USA: CASE LAW E PROSPETTIVE FUTURE

1. BREVE INTRODUZIONE

I conflitti di interesse che possono nascere nell'ambito delle SPAC rendono particolarmente importante il ruolo svolto dagli organi societari al fine di mitigare i disallineamenti che potrebbero venirsi a creare tra *promoters* e gli azionisti delle società. Gli incentivi economici in capo ai promotori rappresentano una caratteristica strutturale rinvenibile in ogni SPAC, rendendo possibile il sorgere di conflitti di interesse in ogni *business combination*.

Per tale motivo, si approfondirà la disciplina dei conflitti inerenti alle SPAC nel contesto degli Stati Uniti. Negli ultimi anni sono sorte diverse controversie aventi come oggetto disallineamenti di interessi tra gli stakeholders, in particolare presso la *Court of Chancery* dello Stato del Delaware, sede di molte delle SPAC costituite negli Stati Uniti. La Corte, in due pronunce significative, affronta il problema nel dettaglio. Come si vedrà in seguito, l'interpretazione fornita potrà fungere come metro di confronto per la risoluzione di tali problematiche rispetto all'ordinamento italiano.

Dunque, l'ultimo capitolo della trattazione verterà dapprima sull'illustrazione del mercato sviluppatosi negli Stati Uniti riguardo le SPAC, analizzando in aggiunta il fenomeno della crescita del numero di contenziosi aventi ad oggetto tali veicoli societari registratisi negli USA. Successivamente, si tratteranno i casi *Multiplan Inc.* e *Delman v. GigAcquisition3*, inerenti ai conflitti di interesse: attraverso tali pronunce, si analizzerà l'interpretazione della *Court of Chancery* e si illustrerà come essa suggerisca che la creazione di un'apposita procedura per le SPAC può essere efficace nella prevenzione di tali conflitti. Infine, si illustreranno le posizioni delle maggiori autorità regolatorie sul tema e verranno riportate le conclusioni tratte dallo studio riportato in tale scritto.

2. IL MERCATO SPAC E LA CRESCITA DEI CONTENZIOSI

Come illustrato nel primo capitolo ¹⁶⁶, il fenomeno delle SPAC è molto recente, essendo passati pochi anni da quando questo strumento di finanza innovativa ha fatto il suo ingresso nel mercato statunitense.

¹⁶⁶ Vd. *retro*, cap. I, 6.

Negli ultimi anni, la costituzione di nuove SPAC è cresciuta esponenzialmente: tale tendenza si è mostrata particolarmente forte nell'anno 2020, dove sono state registrate presso la SEC 248 IPO aventi ad oggetto la quotazione di tali società veicolo, raggiungendo capitalizzazione complessiva di mercato di 83.000.000 USD ¹⁶⁷.

Nel 2021, il mercato SPAC ha sperimentato una crescita esponenziale, che ha portato gli operatori e accademici di settore a coniare il termine *SPAC-boom* ¹⁶⁸: infatti, l'annata ha mostrato che i capitali raccolti tramite IPO ammontavano a 162.000.000 USD, raddoppiando la capitalizzazione del settore in un solo anno¹⁶⁹. Inoltre, come riportato dal fondo d'investimento *Amundi* ¹⁷⁰, il capitale raccolto dalle SPAC rappresentava oltre i due terzi del valore totale realizzato dalle IPO sul mercato americano.

Nell'ultimo anno, tuttavia, la tendenza ha registrato una notevole inversione: infatti, i veicoli quotati sono stati solo ottantasei, a fronte di una capitalizzazione di 13.000.000 USD. Tale rallentamento può essere imputato sia ad un approccio più rigido del regolatore americano, che verrà illustrato successivamente, sia allo scemare dell'entusiasmo che ha portato una parte degli operatori a pensare che si potesse trattare di una bolla speculativa.

In realtà, un aspetto significativo da considerare è l'aumento dei contenziosi che coinvolgono le SPAC: in particolare, a ridosso dell'anno 2021 sono state riportate 89 controversie presso le corti statunitensi, in netta crescita rispetto alle 9 del 2019 ¹⁷¹. La crescita, infine, è proseguita anche nel 2022, raggiungendo circa 300 citazioni in giudizio ¹⁷².

¹⁶⁷ I dati riportati diventano ancor più impressionanti se si pensi che l'ammontare il capitale raccolto in tali veicoli era quasi quadruplicato rispetto al 2019 e il numero di SPAC circolanti erano 59.

¹⁶⁸ Sul punto, KRULISH, *Defending the De-Spac Merger*, in 37 *Bay. Law Review*, 521, (2022); NIGGERBRUGGE, *SPAC to the Future: under Delaware law, is business judgment rule unobtainable for Special Purpose Acquisition Companies?*, in *Del. J. Corp. Law*, 293, (2022).

¹⁶⁹ Per una consultazione approfondita sui parametri finanziari visitare <https://www.statista.com/statistics/1178273/size-spac-ipo-usa/>.

¹⁷⁰ Amundi Asset Management è uno dei maggiori fondi d'investimento al mondo, gestore di un portafoglio di 3 trilioni di euro. Per un approfondimento sulle aspettative del mercato SPAC, visitare https://www.amundi.it/investitori_professionali/ejzscore/call/ejzscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routelid=dl_2b679f63-4312-415e-9c3e-d1db6f1f85d3_inline#:~:text=Stando%20a%20PWC%2C%20nel%20primo,rendimento%20del%20mercato%20in%20generale.

¹⁷¹ Osserva STRAUSS, in *Suing SPACs, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, in 18 *Southern California Law Review*, 12, (2022) che l'aumento principale si sia verificato nello stato del Delaware, anche in virtù del numero di SPAC registrate.

¹⁷² La crescita del numero delle controversie è correlata al numero delle I.P.O. realizzate: realizzando un maggior numero di quotazioni, diventa sempre più plausibile il sorgere di controversie relative ai conflitti di interesse, in quanto tali problemi sono congeniti a tutte le SPAC.

L'aumento dei contenziosi relative alle SPAC, soprattutto in riferimento ai conflitti di interesse¹⁷³, evidenzia un problema strutturale che caratterizza tutti i veicoli societari descritti, ossia come gli incentivi economici in capo agli amministratori possano influenzare notevolmente la corretta gestione e conclusione dell'intero processo SPAC. I *promoters*, infatti, potrebbero essere spinti a finalizzare un'operazione straordinaria che non garantisca agli azionisti i ritorni sperati descritti nel *proxy statement*, ad esempio conducendo una sommaria *due diligence* riguardo la ricerca del *target* oppure omettendo delle informazioni che potrebbero influenzare la decisione degli investitori: in tal caso, qualora i membri del consiglio d'amministrazione non rispettino i requisiti di indipendenza richiesti dai regolamenti dei mercati borsistici di riferimento, l'operazione risulterebbe ampiamente compromessa.

Il problema prospettato viene affrontato nel dettaglio nella prima pronuncia della *Court of Chancery* dello stato del *Delaware*, che illustrerà come le scelte degli amministratori, come ad es. la selezione di una società, non siano sempre inattaccabili, potendo essere oggetto di una revisione giudiziale tesa a verificare se la selezione del *target* sia stata realizzata nel rispetto della correttezza procedurale e sostanziale dell'intero processo.

3. IN RE MULTIPLAN CORP. S'HOLDERS LITIGATION

La pronuncia che verrà trattata successivamente riguarda la controversia esistente tra alcuni azionisti della SPAC *Churchill Capital Corp. III* e lo stesso veicolo. Come si vedrà, essa mostrerà l'importanza nel contesto SPAC della *disclosure* informativa sull'attività di ricerca svolta e la presenza di amministratori indipendenti che possano valutare correttamente la convenienza dell'operazione straordinaria.

Attraverso l'analisi della decisione della Corte, verranno illustrati gli orizzonti di sindacabilità dell'operato degli amministratori, mostrando in quali circostanze le loro decisioni vengano scrutinate da un approfondito riesame giudiziale da parte della Corte: in particolare, la sindacabilità delle scelte di gestione è descritta dai concetti di *business judgement rule* e *entire fairness review*, fondamentali per comprendere anche il collegamento con la disciplina italiana.

3.1 IL FATTO

La controversia trattata riguarda la *Special Purpose Acquisition Company Churchill Capital Corp III*, costituita dallo sponsor Michel Klein nell'ottobre 2019, presentando un consiglio di

¹⁷³ Sul punto GREEN, BABIR, KATHARANI-KHAN, KANG, *The need of a comprehensive approach to capital markets regulation*, in *Columbia Business Law review*, 782, (2021).

amministrazione formato da 8 componenti, 5 dei quali erano stati individuati come amministratori indipendenti ¹⁷⁴.

Nel febbraio 2020, *Churchill Capital Corp. III* realizzava la quotazione nel *New York Stock Exchange*, riuscendo, attraverso l'IPO, a raccogliere un capitale corrispondente a 1.100.000.000 USD ¹⁷⁵.

Il pacchetto di strumenti finanziari offerto agli investitori era composto da un'azione ordinaria, chiamata *Class A share*, e un quarto di warrant ¹⁷⁶ al prezzo di dieci dollari per azione, corrispondenti all'ottanta per cento del capitale sociale della SPAC. Lo sponsor invece risultava sottoscrittore, a seguito del collocamento privato, del venti per cento del capitale sotto forma di *founder shares*, denominate *Class B share*, al prezzo di venticinquemila dollari e un totale di ventitré milioni di warrants al prezzo di esercizio un dollaro ¹⁷⁷.

Successivamente all'IPO, la SPAC procedeva ad un ulteriore aumento di capitale attraverso un collocamento presso investitori P.I.P.E. ¹⁷⁸.

Al seguito del periodo dedicato alla *due diligence* per la ricerca del bersaglio, il target veniva individuato in *Multiplan Inc.*, controllata dalla società *Polaris Parent Corp.*: essa era una società operante nel settore sanitario, focalizzata la fornitura di strumenti di *data analytics* e di soluzioni a stampo tecnologico per gestione dei pagamenti.

Conclusasi la trattativa con il raggiungimento del *merger agreement*, il 12 luglio 2020 il management della SPAC approvava all'unanimità ¹⁷⁹ il piano di fusione ¹⁸⁰, indicando come la società *target*, a seguito dell'operazione, sarebbe stata totalmente controllata da *Churchill Capital Corp. III* e quest'ultima rinominata *Multiplan Corporation* ¹⁸¹. Secondo quanto

¹⁷⁴ Jeremy Paul Abson, Glenn R. August, Malcom S. McDermid, Bonnie Jonas e Karen G. Mills.

¹⁷⁵ Tra le società che hanno assistito la SPAC nel processo di quotazione hanno partecipato le banche Citigroup LLC, Goldman Sachs & Co. LLC e Maxim Group LLC coadiuvati dallo studio legale Winston & Straw LLP. La raccolta di capitale, inoltre, è andata ampiamente oltre le aspettative, in quanto era prevista una cifra di circa sessanta milioni di dollari.

¹⁷⁶ Il detentore di un warrant ha la facoltà di sottoscrivere un'azione di classe A al prezzo di esercizio di 11,50 USD per azione.

¹⁷⁷ Lo sponsor aveva a disposizione ventiquattro mesi per realizzare la *business combination*, al cui verificarsi le azioni class A sarebbero state convertite in azioni ordinarie; qualora, invece, fosse scaduto tale termine senza trovare un potenziale bersaglio, la SPAC sarebbe stata liquidata, rendendo le *founder shares* e i *warrants* dello sponsor privi di valore e restituendo le somme investite agli azionisti. Con riguardo ai warrant, il loro rapporto di conversione era fissato a 1:1 alla realizzazione dell'operazione straordinaria.

¹⁷⁸ Tra gli investitori risultavano entità collegate ai membri del consiglio d'amministrazione, in particolare a Klein, Abson e August.

¹⁷⁹ CORGATELLI, *L'inesplorato conflitto d'interessi degli amministratori di SPAC nel Delaware*, 12.

¹⁸⁰ Veniva inserita una clausola di *lock up*, di durata 18 mesi, alla quale sarebbero state soggette le *founder shares*.

¹⁸¹ Nella stessa giornata la società *The Klein Group LLC*, controllata dallo sponsor, veniva indicata come consulente finanziario riguardo all'operazione rilevante.

pattuito, gli azionisti di *Multiplan Inc.* avrebbero detenuto il 60.5% delle partecipazioni dell'entità; i detentori delle *class A shares* il 16%; lo sponsor il 4.2%¹⁸²; infine, i *P.I.P.E.* il 19.2%.

Nel settembre 2020, lo *sponsor* rendeva note, attraverso il *proxy statement*, tutte le caratteristiche della società target e le condizioni della *business combination*: veniva riportato, in particolare, che a seguito dell'attività di *due diligence*, la scelta del target era giustificata dai parametri finanziari, economici e di rischio¹⁸³. Tuttavia, il documento non era accompagnato da una *fairness opinion*, ovvero una dichiarazione di un terzo indipendente che ne certificasse la veridicità, dal momento che la valutazione della società era stata demandata alla The Klein Group LLC, controllata dallo sponsor, indicata nel piano di fusione come consulente finanziario per l'operazione rilevante.

In aggiunta, veniva comunicato che *Multiplan Inc.* aveva come maggior cliente la società *UnitedHealth Group Inc.* (U.H.G.), la quale aveva contribuito al 35% per cento dei ricavi della società bersaglio fino al 2019¹⁸⁴. Tuttavia, non veniva comunicato che U.H.G. aveva progettato un'apposita piattaforma di *data analytics* chiamata *Naviguard*, la quale avrebbe ottimizzato e migliorato i servizi offerti e si sarebbe sostituita alla fornitrice *Multiplan Inc.* entro la fine del 2022.

Il 7 ottobre 2020, l'assemblea straordinaria approvava l'operazione proposta¹⁸⁵. A seguito di ciò, il valore delle azioni ordinarie era di 11,09 USD per azione: in particolare, il valore delle *founder shares* detenute dallo sponsor si aggirava attorno 305.000.000 USD.

Tuttavia, l'11 novembre 2020 veniva diffusa la notizia della creazione *in-house* della piattaforma software *Naviguard*: tale notizia causò un crollo del valore delle azioni della società target, il cui valore scese sino a 6,27 USD per azione.

L'anno seguente, in marzo 2021, un socio avviava un procedimento presso la *Court Of Chancery*¹⁸⁶ del Delaware contro la società risultante dall'operazione rilevante, la società promotrice e i relativi componenti del consiglio di amministrazione della SPAC.

¹⁸² Tale valore è da considerare a seguito della conversione delle *class B shares* in *class A shares*.

¹⁸³ CHURCHILL CAPITAL CORP. III PROXY STATEMENT, 4.

¹⁸⁴ POTTER ANDERSON CORROON LLP, *In Re Multiplan Corp. S'holders Litig., C.A. N.O.2021-0300-Lww (Del.Ch. Jan.3, 2022) (Will, V.C)*, 1. Il documento è disponibile presso <https://www.potteranderson.com/printpilot-experience-796.pdf?1688149173>.

¹⁸⁵ La votazione aveva riportato il 76.4% dei votanti favorevoli, mentre i soci contrari si aggiravano attorno al dieci per cento del totale.

¹⁸⁶ Tale corte ha giurisdizione su tutte le questioni di equity: essa è composta da sette giudici, di cui un *Chancellor* e sei *Vice Chancellor* che si occupano delle questioni inerenti al diritto commerciale e societario.

Successivamente, fece seguito un'ulteriore azione avviata da un secondo socio. In aprile 2021 le due cause venivano riunite in un'unica domanda, diventata *class action* ¹⁸⁷.

La *Court of Chancery*, sentite le parti, nella persona del *Vice Chancellor* Will rigettava la richiesta dei convenuti nel gennaio 2022, sostenendo che vi erano le basi per la prosecuzione della *class action*.

Multiplan Inc., a seguito della pronuncia della Corte, proponeva agli investitori danneggiati un accordo transattivo per la definizione bonaria della controversia. Veniva così raggiunta un'intesa per il risarcimento del danno subito: a fronte della rinuncia dei soci, si impegnava a riconoscere un risarcimento di USD 33.000.000. Tale accordo, dopo essere approvato dalla Corte, è stato pubblicato nella prima metà del 2023.

3.2 LA DECISIONE DELLA CORTE

La domanda degli attori verteva sul “*breach of fiduciary duty*”, ovvero il mancato rispetto degli obblighi fiduciari in capo agli amministratori della società: in particolare, essi affermavano che gli amministratori avevano messo davanti i propri interessi personali, pubblicando un falso e fuorviante *proxy statement* che aveva danneggiato il loro *redemption right*, impedendogli di valutare correttamente l'investimento. A sostegno della loro tesi, richiedevano l'applicazione della *entire fairness review*. I convenuti, nella *motion to dismiss* ¹⁸⁸, sostenevano che la tesi avversaria fosse priva di serio fondamento, ritenendo che la loro decisione sull'investimento in Multiplan fosse protetta dalla *business judgment rule* e dunque non sindacabile dalla corte.

Dunque, la Corte deve valutare se gli amministratori abbiano agito conformemente ai principi di *loyalty and care* sanciti dallo *standard of conduct*. A tale fine, è necessario che la Corte adotti un criterio di revisione, definito *standard of review*, che consenta di valutare il comportamento tenuto dagli amministratori.

Nelle controversie riguardanti le decisioni degli amministratori, lo *standard of review* adottato dalla *Court of Chancery* è, di *default* ¹⁸⁹, la *business judgment rule*. Essa è una regola procedurale che protegge gli amministratori riguardo le decisioni prese sulla gestione dell'impresa, in quanto quest'ultime non possono essere oggetto di una potenziale revisione *ex post* da parte dell'autorità giudiziaria in virtù della presunzione che gli amministratori abbiano

¹⁸⁷ Il numero di *class action* è cresciuto vistosamente negli ultimi anni, partendo dai due contenziosi instaurati nel 2019 al ventisei del 2021.

¹⁸⁸ Per *motion to dismiss* si intende la richiesta di rigetto presentata dai convenuti.

¹⁸⁹ *In re Multiplan S'holders Litg.*, 39.

agito in buona fede, sulla base di informazioni adeguate e sulla sincera convinzione che la scelta presa sia nel miglior interesse della società. La *business judgment rule*, in particolare, si fonda sull'esigenza di bilanciare l'interesse dei soci (cioè i *principal*) ad un'adeguata amministrazione con la discrezionalità imprenditoriale che gli amministratori (gli *agent*) hanno nel compiere scelte che riguardano l'attività d'impresa ¹⁹⁰.

Di contro, la *business judgment rule* non protegge gli amministratori nel caso in cui essi abbiano preso le decisioni contestate in una posizione di conflitto di interessi oppure in maniera irrazionale. In questo caso, il criterio di valutazione corrisponde alla *entire fairness review* ¹⁹¹, secondo cui la Corte ha la possibilità di esprimere un giudizio di merito riguardo le decisioni degli amministratori inerenti all'attività d'impresa. In particolare, la Corte ha il potere di imporre ai convenuti l'onere di dimostrare che tutti i passaggi dell'operazione contestata, dalle modalità di negoziazione al processo decisionale, si siano svolte nel rispetto dei principi di *fair dealing* e *fair price*, ovvero del giusto prezzo e della correttezza della trattativa ¹⁹².

Ai fini dell'applicazione dell'*entire fairness review* al caso in esame, la Corte sostiene che debba sussistere almeno uno dei seguenti requisiti: la presenza un "*unique benefit*" in capo all'azionista di controllo derivante dalla realizzazione dell'operazione rilevante ("*conflicted controller transaction*") ¹⁹³, ovvero che il consiglio di amministrazione della SPAC versi in una situazione di conflitto di interessi ("*conflicted board of directors*").

Nella fattispecie in esame, la peculiare remunerazione spettante al sig. Klein (riconosciuto da entrambe le parti come azionista di controllo) è il discriminante che rileva nella qualificazione dell'operazione contestata in una "*conflicted controller transaction*". Come osservato nel corso dello scritto, la compensazione dello sponsor non è fissa, ma variabile in virtù dell'approvazione o meno della *business combination* in sede assembleare, in quanto solo in caso di un voto favorevole da parte degli azionisti le *founders shares* detenute vengono convertite in *common shares*, permettendo allo sponsor di conseguire l'ingente profitto. Il caso in esame non fa eccezione: infatti, lo sponsor aveva acquistato, antecedentemente all'IPO, una quantità predefinita di *founder shares* al prezzo di 25.000 USD, sottoscrivendo unitamente a quest'ultime dei *warrants*. Alla data della decisione della Corte, il valore delle *founder shares*

¹⁹⁰ Sul punto, *La business judgment rule nei mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in *Quaderni Giuridici CONSOB*, 2016, 11.

¹⁹¹ KRULISH, *Defending the de-SPAC merger: what standard of review applies?*, in *B. L. R.*, 492. 2022,

¹⁹² La *standard of review* è molto difficile da essere vinta dal convenuto qualora venisse applicata nel giudizio: la *Court Of Chancery*, infatti, la definisce come «*most onerous standard of review*».

¹⁹³ *In Re Crimson Exploration Stockholder Litg.*.

corrispondeva a 305.000.000. USD, corrispondente ad un profitto del 1.219.900 % rispetto all'acquisto iniziale. Lo sponsor, di conseguenza, avrebbe perso la possibilità di ottenere l'ingente profitto qualora la *business combination* non fosse stata approvata in virtù del fatto che il valore degli strumenti finanziari detenuti sarebbe diventato nullo; al contrario, la liquidazione della SPAC avrebbe comportato la restituzione agli azionisti di una partecipazione dal valore di 10.04 USD per azione, evitando loro di realizzare un pessimo investimento.

Ulteriormente, la *entire fairness review* risulterebbe essere applicabile alla controversia anche in virtù della verificata carenza dei requisiti indipendenza richiesti ai membri del consiglio di amministrazione. Infatti, gli amministratori indipendenti erano interessati alla riuscita dell'operazione straordinaria proposta in quanto anch'essi venivano remunerati con l'attribuzione di *founder shares*: qualora la *business combination* non si fosse realizzata, essi avrebbero perduto la possibilità di conseguire il profitto derivante dalla conversione delle partecipazioni detenute in azioni ordinarie di *Public Multiplan Inc.*

Inoltre, la tesi della Corte è supportata dal fatto che la creazione della piattaforma di data analytics Naviguard avrebbe dovuto essere oggetto di una completa *disclosure* nel *proxy statement* rilasciato per l'approvazione dell'operazione straordinaria: infatti, l'omissione di questa informazione, definita come *material* dalla Corte, ha influenzato la decisione d'investimento degli azionisti nella SPAC Churchill, in quanto essi non hanno potuto esercitare il loro diritto di voto in maniera consapevole¹⁹⁴. In particolare, i soci risultano danneggiati anche per la negligenza, da parte degli amministratori della SPAC, di non aver disposto una *fairness opinion* da parte di un soggetto terzo che avesse potuto confermare l'analisi, realizzata nella fase di due diligence, sulle prospettive economiche dell'operazione proposta, affidandosi alla valutazione prodotta da Klein Group LLC, controllata dallo sponsor.

Dalla decisione della Corte, dunque, emerge, le SPAC siano suscettibili all'insorgenza di conflitti di interesse in virtù degli incentivi economici derivanti dalla peculiare forma di remunerazione spettante agli amministratori. Essendo tale caratteristica tipica della struttura SPAC, la Corte avverte che ogni operazione SPAC possa essere soggetta, potenzialmente, a un disallineamento di interessi che possa comportare un'operazione che danneggi gli investitori. Sotto tale punto di vista, non è sufficiente menzionare nel *proxy statement* la loro esistenza, ma

¹⁹⁴ Nel Delaware, viene adottato il *Materiality Standard For Public Company Disclosure*: secondo tale principio, non tutti i dati finanziari non devono essere inclusi nel *proxy statement* al fine di rendere la decisione degli investitori consapevole, bensì è necessario inserire i dati che verosimilmente potrebbero cambiare la valutazione degli azionisti riguardo l'investimento.

è necessario che tutte le informazioni che possano influenzare la decisione di investimento degli azionisti vengano rese note al fine di garantire agli investitori la possibilità di prendere una decisione d'investimento consapevole.

4. DELMAN V. GIGACQUISITION3

La pronuncia appena riportata mette alla luce quello che potrebbe essere visto come un conflitto di interessi “occultato”, ma che si manifesta intrinsecamente di ogni struttura di SPAC costituita ad oggi ¹⁹⁵. Come appena visto, la presenza di incentivi economici in capo ai vertici della SPAC può trasformare la SPAC in uno strumento di frode nei confronti degli investitori, depotenziando il loro diritto di voto attraverso l'omissione delle informazioni riguardanti la società identificata come bersaglio della *business combination*. È evidente, quindi, come la struttura della SPAC si esponga all'esistenza di un conflitto di interessi intrinseco.

Al fine di evidenziare l'importanza del rispetto della *disclosure* informativa e della presenza di soggetti indipendenti all'interno del *board of directors*, si riporta un ulteriore caso riguardante i conflitti di interesse nelle SPAC, il quale presenta diversi elementi in comune con la fattispecie descritta precedentemente. Si tratta di *Dellman v. GigAcquisition3*, anch'essa controversia analizzata presso la *Court of Chancery* del Delaware dal *Vice Chancellor* Will. La pronuncia offre un'ulteriore prospettiva sulle fattispecie, riguardanti i conflitti di interesse nelle SPAC, in cui gli amministratori non siano protetti dalla *business judgment rule*, ma bensì vedano le proprie decisioni scrutinate al vaglio della *entire fairness review*.

4.1 IL FATTO

Nel febbraio 2020, la SPAC GigCapital3 Inc. veniva costituita, presso lo stato del Delaware, dalla società *sponsor* GigAcquisition3 LLC.

Appena dopo la costituzione, lo sponsor procedeva al collocamento privato di 5 milioni di *founder shares* ¹⁹⁶, unitamente ai *warrants* di sottoscrizione, al prezzo di 25.000 USD. Tali partecipazioni rappresentavano circa il 20% del capitale sociale della SPAC.

¹⁹⁵L'esistenza di tali conflitti era già stata segnalata, negli anni precedenti, da parte della dottrina economica e giuridica. Per approfondire il tema, SPANMAN & GUO, *The SPAC trap: how SPACs disable indirect investor protection*, in 40 *Yale Journal of regulation*, 81, (2022).

¹⁹⁶Queste partecipazioni presentavano tutte le caratteristiche tipiche delle *founder shares*, in quanto connotate da accordi di *lock up* che ne proibiscono la trasferibilità, sono carenti del *redemption right* e non garantiscono alcun diritto di riottenere la somma investita a seguito della liquidazione della SPAC.

Nel prospetto informativo venivano indicate le informazioni degli strumenti finanziari. Le *units* offerte agli investitori erano composte da un'azione ordinaria e da tre quarti di un warrant ¹⁹⁷. Nel documento, in particolare, veniva fatto riferimento ai potenziali conflitti di interesse insorgenti tra la società *sponsor* e la SPAC ¹⁹⁸. Veniva specificato, inoltre, che l'arco temporale per realizzare l'operazione fosse di 19 mesi e che se qualora non fosse stato identificato un target, i soci investitori sarebbero stati rimborsati del prezzo di acquisto delle azioni, ovvero 10,00 USD per azione, e dell'eventuale maggiorazione maturata nell'*escrow account*.

Nel maggio 2020, la società realizzava con successo l'IPO ¹⁹⁹ raccogliendo sul mercato duecento milioni di dollari e depositando la somma presso il *trust* scelto come conto vincolato. Partecipavano alla sottoscrizione degli strumenti finanziari anche i membri del consiglio di amministrazione nominati dal fondatore della società *sponsor*, il Sig. Katz.

Successivamente, la SPAC avviava la fase di *due diligence* per la ricerca della società bersaglio, identificandola poi in *Lightning eMotors Inc.* Le trattative venivano condotte personalmente dal sig. Katz e dalla sua consorte; tuttavia, essi decidevano di non chiedere alcuna *fairness opinion* alle banche *Oppenheimer & Co. e Nomura* ²⁰⁰, che garantisse la veridicità delle informazioni raccolte sulla società identificata.

Nel dicembre 2020, il *board of directors* comunicava di aver raggiunto un accordo con la società bersaglio, fissando uno "*special meeting*", ad aprile 2021, nella quale gli azionisti ordinari sarebbero stati chiamati a votare la *business combination proposta*. Nel *proxy statement* consegnato agli investitori, venivano riportate delle prospettive di crescita particolarmente ottimistiche della società bersaglio: i ricavi della società sarebbero cresciuti fino a 2.000.000.000 USD entro 5 anni e l'utile previsto si attestava attorno a 500.000.000 USD ²⁰¹. Inoltre, veniva fatto riferimento al conflitto di interessi in capo al consiglio di amministrazione e allo *sponsor*, rimarcando che la mancata finalizzazione dell'operazione rilevante avrebbe causato la perdita dell'investimento.

¹⁹⁷ I warrant potevano essere esercitati al prezzo di 11,50 USD per azione.

¹⁹⁸ « *Since our sponsor will lose its entire investment in us if our initial business combination is not consummated, and our executive officers and directors have significant financial interests in our Sponsor, a conflict of interest may arise in determining whether a particular acquisition target is appropriate for our initial business combination.*». Prospetto Informativo *GigCapital3*, 46.

¹⁹⁹ Le banche collocatrici coinvolte nella fase di IPO erano *Oppenheimer & Co Inc., Nomura Securities International* e *Odeon Group Capital LLC*.

²⁰⁰ Le banche erano state nominate come consulenti finanziari e il corrispettivo pattuito con lo sponsor, per i servizi da loro offerti, era di trentadue milioni di dollari.

²⁰¹ *Delman v. GigAcquisition3*, 15.

Nel giorno fissato per l'approvazione, il 98% degli azionisti esprimevano un voto favorevole all'operazione. Dopo la fusione, la società risultante era il *target* Lightning, che veniva rinominata *Lightning eMotors, Inc.* Tuttavia, nel giorno della fusione le azioni della SPAC subivano un brusco calo, attestandosi a circa 7,28 USD per azione.

Nel maggio 2021, *Lightning eMotors Inc.* annunciava le previsioni dei risultati finanziari attesi, presentando delle stime inferiori rispetto a quanto annunciato nel *proxy statement*: successivamente, la valutazione delle azioni continuava ad andare a picco, raggiungendo 0,41 USD per azione nel giorno in cui la SPAC e i suoi amministratori venivano citati in giudizio in una "*putative class action*". In particolare, l'attore proponeva una domanda circa il "*breach of fiduciary duty*" contro sei componenti del consiglio di amministrazione della SPAC e lo Sponsor stesso; i convenuti rispondevano che tali accuse erano infondate, e si opponevano con una *motion to dismiss*.

Nel gennaio 2023, la corte si pronunciava su tale controversia accogliendo le richieste dell'attore, aprendo la possibilità del prosieguo della controversia nella fase di *trial*.

4.2 LA DECISIONE DELLA CORTE

La controversia presenta diversi elementi in comune con il caso *In Re Multiplan Stock. Litig.*: infatti, i convenuti vengono accusati di aver perseguito i propri interessi a dispetto di quelli degli azionisti e della società stessa approvando una *business combination* non conveniente, in particolare attraverso l'omissione delle informazioni decisive, nei confronti degli investitori, per la valutazione dell'investimento proposto.

Anche in questo caso, la Corte è chiamata ad individuare quale sia il corretto *standard of review* da applicare alla fattispecie in esame. In particolare, gli attori richiedono l'applicazione della *entire fairness review* ed è, dunque, necessario che siano presenti almeno uno dei requisiti descritti nel caso Multiplan, ovvero se l'operazione sia una *conflicted controller transaction* oppure se si è in presenza di un *conflicted board of directors*.

Secondo la Corte, la fattispecie in esame rientra nella categoria "*conflicted controller transaction*" per due ordini di ragioni. Innanzitutto, secondo la Corte lo sponsor può essere identificato come azionista di controllo in virtù delle mansioni svolte nella SPAC, in particolare avendo curato tutti gli aspetti dell'operazione, dalla creazione della società alla *business combination*, passando per la scelta della società *target* (e la relativa *due diligence* e conduzione delle trattative) e per la nomina dei membri del consiglio di amministrazione. In aggiunta, la

remunerazione spettante al Sig. Katz, analogamente al caso *Multiplan*, mette alla luce l'incentivo economico nel realizzare l'operazione straordinaria: infatti, al momento della *business combination*, lo *sponsor* deteneva una quantità di *founder shares* dal valore di 39.000.000 USD, che rappresentavano un valore ampiamente superiore rispetto al prezzo di acquisto di tali partecipazioni, ovvero 25.000 USD, mostrando un profitto del 155.90%. Tale circostanza, dunque, mostra un netto contrasto con l'interesse degli azionisti ordinari, i quali avrebbero preferito la liquidazione della società rispetto alla conclusione di un'operazione che non generi valore, bensì causi loro delle perdite rispetto all'investimento iniziale ²⁰².

Anche il caso in esame, analogamente a *Multiplan*, è contraddistinto dalla presenza di un *conflicted board of directors*, e dunque dalla carenza di indipendenza da parte dei suoi membri. A differenza fattispecie precedente, gli amministratori indipendenti non erano titolari di *founder shares*, la cui detenzione poteva rappresentare una prova del loro interesse nell'operazione: in questo caso, la Corte sostiene che il fatto che ciascuno dei membri indicati come indipendenti avesse svolto ruoli di rilievo nelle precedenti SPAC possa essere considerato come elemento sufficiente per dubitare della loro indipendenza ²⁰³, in aggiunta al fatto che il Sig. Katz avesse il potere unilaterale di rimuoverli dal loro incarico.

Infine, l'applicazione dell'*entire fairness review* è supportata, secondo la Corte, dal fatto che nel *proxy statement* fosse stato comunicato un falso valore di conversione della partecipazione detenuta dagli azionisti, in quanto era stato riportato che essi avrebbero detenuto una partecipazione del valore di 10,00 USD per azione nella società risultante, quando, in realtà, il corretto valore da comunicare era di 5,25 USD per azione; questa informazione, a parere della Corte, avrebbe influito sulla decisione d'investimento da parte degli azionisti. Ulteriormente, la presenza di una *fairness opinion* che avesse attestato la qualità dell'attività di *due diligence* degli amministratori (e di conseguenza la qualità della *business combination*) sarebbe stata necessaria per dare veridicità alle stime realizzate, in quanto le previsioni di crescita del *target* fossero eccessivamente ottimistiche, se non definibili come utopistiche. La Corte, a tal proposito, sottolinea che il settore economico dove operava il *target* fosse caratterizzato da

²⁰² Si consideri che l'operazione rilevante sarebbe risultata conveniente allo Sponsor anche in caso di crollo delle azioni: come riportato dalla corte, il valore delle *founder shares* nel giorno dell'inizio della causa si attestava attorno a 32.700.000 USD.

²⁰³ Secondo la Corte, è verosimile che i membri selezionati come indipendenti avessero interesse nell'operazione, in quanto essi avrebbero potuto ricoprire dei ruoli di rilievo in i società fondate dallo sponsor in futuro.

diversi problemi inerenti alle economie di scala raggiungibili, rendendo particolarmente difficoltoso il realizzarsi delle previsioni effettuate.

Le motivazioni illustrate sopra, dunque, rappresentano le componenti della decisione della Corte che hanno portato all'applicazione della *entire fairness review*: ancora una volta, la *Court of Chancery* mette in evidenza l'importanza della correttezza procedurale di un'operazione SPAC, sottolineando come la presenza di appositi presidi possa influire in maniera incisiva nella correttezza sostanziale dell'operazione e, dunque, permettere agli investitori di esercitare una decisione d'investimento consapevole.

5. QUALE STANDARD DI REVISIONE PER I CONFLITTI SPAC?

Entrambe le pronunce illustrate nei paragrafi precedenti mostrano come gli incentivi economici in capo agli amministratori abbiano svolto un ruolo decisivo nella finalizzazione dell'operazione: la carenza di un controllo sulle operazioni attuate dal consiglio di amministrazione, infatti, ha comportato che entrambe le SPAC diventassero delle operazioni poco remunerative e virtuose per gli azionisti, i quali *ex post* sono risultati danneggiati dall'investimento realizzato. Per tali motivi, la corte ha deciso di applicare il metodo di revisione giudiziale della *entire fairness review*, individuando uno strumento per valutare la correttezza delle operazioni SPAC in presenza di conflitti di interesse.

La scelta del corretto standard di revisione per controversie così articolate è un tema particolarmente dibattuto negli Stati Uniti. Infatti, da una parte, applicare la *entire fairness review* comporterebbe attuare delle restrizioni all'operatività degli amministratori, e tale circostanza potrebbe condurre il settore delle SPAC a subire una contrazione in virtù delle responsabilità esistenti in capo allo sponsor. D'altra parte, l'utilizzo *business judgment rule* fornirebbe maggiore libertà di manovra nelle scelte gestionali agli amministratori, tuttavia permettendo la creazione di precedenti che possano favorire comportamenti non consoni agli interessi dell'impresa e degli azionisti della stessa.

In tale contesto, comprendere quale sia il corretto *standard of review* da applicare riguardo i conflitti di interesse è un tema di primaria importanza, in quanto tali fenomeni sono congeniti ad ogni SPAC a causa della sua *governance* societaria. A questo proposito, la dottrina statunitense ²⁰⁴ ha cercato di individuare in quali casi le controversie relative ai conflitti di

²⁰⁴ Una parte della dottrina statunitense (DUTY, *Business judgment rule or due diligence? How to reduce vicarious liability for SPACs directors and Officers*, in 44 *Univ. Ark. Little rock review*, 251, 2021) ritiene che la *business judgment rule* possa essere applicata in quanto la figura dello sponsor della SPAC sia assimilabile al collocatore

interesse delle SPAC possano essere soggette alla *business judgment rule* e quelle, invece, proprie della *entire fairness review*.

Secondo la dottrina, le SPAC possono godere della *business judgment rule* qualora vengano rispettati i parametri stabiliti dalla giurisprudenza nel caso *Kahn. V M&F Worldwide Corp. (M.F.W)* ²⁰⁵: in tale pronuncia, la *Supreme Court of Delaware* stabilì che la *entire fairness review* non dovesse essere lo standard di revisione giudiziale qualora l'operazione straordinaria realizzata dalla società fosse caratterizzata, *ab origine*, dalla contemporanea presenza del voto informato e consapevole della maggioranza degli azionisti di minoranza e fosse approvata da uno “*Special Comittee*,” ovvero un organo societario composto esclusivamente da amministratori indipendenti ²⁰⁶.

Dunque, per ricondurre la fattispecie nell'ambito della *business judgment rule*, gli amministratori devono ottenere il voto favorevole della maggioranza degli azionisti di minoranza, raggiungibile alla soglia del 50% ²⁰⁷. Soddisfatto tale criterio, gli amministratori devono costituire un apposito comitato, definito “*Special Comitee*”, composto da membri indipendenti che approvino la *business combination*. Nonostante esso non sia un organo tipico delle SPAC, poiché le principali borse statunitensi già richiedono l'indipendenza della maggioranza del *board of directors* ²⁰⁸, la sua presenza impedirebbe agli amministratori di influenzare il processo decisionale riguardo l'operazione straordinaria, mitigando gli effetti dovuti alla struttura di *governance* e agli incentivi economici che sono propri delle SPAC. In aggiunta, prevedendo che la remunerazione sia di carattere fisso anziché identificata nelle

nelle operazioni di quotazione di in borsa, dato che il promoter corre il rischio che il target comunichi dei dati fuorvianti oppure non veritieri. In tale circostanza, i collocatori godono della “*due diligence defence*”, la quale permetterebbe loro di non incorrere in responsabilità qualora venga dimostrato che fosse ragionevole fare affidamento sulle informazioni ricevute.

²⁰⁵ HARRIS, *SPAC the Deck: why the control exerted by SPAC sponsors subjects de-SPAC transactions to entire fairness review*, in 27 *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 606, (2022).

²⁰⁶ « *Business judgment is the standard of review that should govern mergers between a controlling stockholder and its corporate subsidiary, where the merger is conditioned ab initio upon both the approval of an independent, adequately empowered Special Committee that fulfills its duty of care; and the uncoerced, informed vote of a majority of the minority stockholders*».

²⁰⁷ Nel calcolo della percentuale, si deve tenere conto che lo sponsor detenga il venti per cento della partecipazione alla SPAC. Per una completa visione sul calcolo della maggioranza, visitare <https://corp.gov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

²⁰⁸ I requisiti di indipendenza richiesti dal N.A.S.D.A.Q. sono visibili presso <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series> ; quelli richiesti dal N.Y.S.E., presso https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/FAQ_NYSE_Listed_Company_Manual_Section_303A_7_28_2021.pdf.

founder shares, si eliminerebbero alla radice gli incentivi economici che potrebbero sorgere in capo agli amministratori indipendenti.

In conclusione, l'istituzione di uno "*Special Committee*" potrebbe essere la soluzione adatta per bilanciare gli interessi delle parti in gioco, in quanto attraverso tale organo si permetterebbe agli amministratori di usufruire della *business judgment rule* e si garantirebbe un maggiore controllo sull'operazione proposta. Costante, invece, deve essere la presenza di una completa *disclosure* informativa: qualora essa venga a mancare, la fattispecie verosimilmente sarà soggetta alla *entire fairness review*.

6. ENTIRE FAIRNESS REVIEW E UNA "PROCEDIMENTALIZZAZIONE" EX ANTE: "UN PONTE" CON L'ITALIA.

L'applicazione della *entire fairness review* da parte della *Court Of Chancery*, nelle due pronunce trattate, fornisce degli spunti nella ricerca di soluzioni che possano sanare i conflitti d'interesse tipici delle SPAC non solo negli Stati Uniti, ma anche nell'ordinamento italiano. In tal senso, si può osservare l'esistenza di un collegamento comparatistico che lega l'utilizzo del corretto standard di revisione giudiziale e i presidi procedurali che sono stati descritti nel secondo capitolo. Come osservato nelle due pronunce, la Corte adotta lo standard della *entire fairness review* per verificare che l'operazione contestata sia stata realizzata nel rispetto del *fair dealing* e *fair price*, valutando dunque se la *business combination* possa essere considerata "corretta" dal punto di vista procedurale e sostanziale: analogamente, la delineazione di una "procedura SPAC" opererebbe, nel nostro ordinamento, con i medesimi fini, ma in questo caso *ex ante* anziché *ex post* ²⁰⁹.

La procedura, al fine di contrastare e prevenire conflitti di interesse descritti, potrebbe essere costituita da due possibili presidi, ovvero l'istituzione un parere degli amministratori indipendenti riguardo l'attività di *due diligence* svolta dagli amministratori della SPAC oppure la creazione di un apposito comitato composto da membri indipendenti che forniscano un parere motivato sulla *business combination* proposta.

Riguardo il primo punto, la presenza di soggetti indipendenti non interessati all'operazione rilevante, da affiancare ai promotori durante la fase di *due diligence* e delle trattative, rappresenterebbe un bilanciamento dei disallineamenti dovuti agli incentivi economici tipici

²⁰⁹ CORGATELLI, *L'inesplorato conflitto di interessi degli amministratori di SPAC nel Delaware*, 18.

della SPAC. Svolgendo un'attività continua e partecipativa nella ricerca della società *target* e nella conduzione delle trattative, essi garantirebbero che tutte le informazioni necessarie per la valutazione dell'investimento vengano riportate agli azionisti, fornendo un parere, da inserire nel progetto di fusione, che garantisca la veridicità delle informazioni raccolte e certifichi, di conseguenza, la qualità della *business combination* proposta. In questo modo, si potenzierebbe ulteriormente il diritto di voto spettante agli azionisti ²¹⁰, che già rappresenta uno strumento di protezione e che, se non accompagnato da una corretta e completa *disclosure* informativa, non sembra sufficiente a garantirne la tutela.

Riguardo il secondo presidio, l'istituzione di un apposito comitato di amministratori indipendenti, che si esprima con un parere motivato sull'operazione proposta, opererebbe in maniera efficace nel prevenire la finalizzazione di *business combination* che si rivelino, a posteriori, sconvenienti per gli azionisti. In questo modo, si disincentiverebbero gli amministratori della SPAC nel perseguimento degli interessi personali dettati dagli incentivi economici dovuti alla loro remunerazione, rendendo maggiormente consapevole al contempo il voto degli azionisti, i quali avrebbero, come segnale della potenziale non convenienza dell'operazione, il parere non favorevole espresso dagli indipendenti. Sotto tale punto di vista, si ricreerebbe un meccanismo analogo al *whitewash* previsto dalle operazioni OPC di maggiore rilevanza: i *promoters*, a fronte del parere negativo espresso del comitato, dovrebbero scegliere tra inibire l'operazione proposta, apportando le modifiche necessarie, oppure sottoporla all'assemblea, rischiando che la *business combination* non venga approvata dagli azionisti ²¹¹.

In conclusione, l'esperienza statunitense evidenzia come la corretta *disclosure* informativa e la presenza di un apposito comitato composto da amministratori indipendenti possano svolgere un ruolo decisivo per la correttezza sostanziale dell'operazione, rappresentando le aree dove creare degli appositi presidi procedurali che possano operare *ex ante* alla realizzazione della *business combination*. In particolare, un'apposita "procedura SPAC", che preveda la presenza congiunta o alternativa dei presidi descritti, contribuirebbe in maniera significativa ad aumentare la protezione degli investitori e favorire lo sviluppo e diffusione della SPAC. La procedura descritta, inoltre, si aggiungerebbe in un quadro dove i limiti ai benefici dei soci promotori sono disciplinati, come previsto storicamente dal legislatore italiano, dall'art. 2340

²¹⁰ CORGATELLI, *L'inesplorato conflitto di interessi degli amministratori di SPAC nel Delaware*, 23.

²¹¹ Affinché i detti presidi operino efficacemente, gli amministratori indipendenti non devono avere alcun interesse o incentivo economico nella realizzazione della *business combination*. Sotto tale punto di vista, nell'esperienza italiana gli amministratori indipendenti hanno solitamente un compenso di natura fissa, non variabile e scollegato dall'operazione controversa.

c.c.; la disposizione mira ad evitare che i promotori sfruttino la loro posizione per riservarsi vantaggi eccessivi che possano impedire all'acquirente di azioni di nuova emissione di ottenere una ridotta partecipazione agli utili. La disposizione di legge, disciplinando le S.p.A., si applicherebbe anche alle SPAC.

7. LE PROSPETTIVE DEL CONFLITTO DI INTERESSI NELLE SPAC

Come osservato nel corso dello scritto, la problematica relativa all'esistenza di conflitti di interesse nelle SPAC può essere contrastata attraverso l'istituzione di appositi presidi che mirino a garantire la correttezza procedurale e sostanziale dell'intera operazione SPAC, sia dal punto di vista dell'approvazione della *business combination* e sia in virtù dello svolgimento di una corretta attività di *due diligence*. Queste soluzioni, inoltre, potrebbero avere un ruolo cruciale di creare le condizioni idonee riguardo lo sviluppo di un ambiente dinamico e competitivo per le SPAC. In particolare, il contrasto e la prevenzione dei conflitti di interesse stanno ricevendo sempre maggiore attenzione da parte delle autorità regolatorie delle principali potenze economiche al mondo soprattutto per sensibilizzare i potenziali investitori circa i rischi che si nascondono dietro l'investimento in una SPAC. In particolare, esse evidenziano come la trasparenza informativa abbia un ruolo fondamentale nel garantire il corretto svolgimento dell'operazione, e che essa possa essere perseguita attraverso una quantificazione dei conflitti di interesse da parte delle società, accompagnata da una completa *disclosure* dell'operazione e degli incentivi economici che contraddistinguono la stessa.

A tal proposito, si illustreranno gli orientamenti diffusi sul tema e le prospettive future che tali politiche potranno avere nell'ambito dell'evoluzione della struttura SPAC e del mercato da essa creato.

7.1 USA

Negli Stati Uniti, si è assistito, negli ultimi anni, ad una crescita esponenziale del numero delle SPAC costituite: tale fenomeno ha portato sempre maggiore attenzione da parte della *Security Exchange Commission (SEC)*, la quale ha, progressivamente, assunto posizione riguardo lo sviluppo di tali veicoli societari attraverso diversi interventi recenti.

Una prima prospettiva è offerta dalla *Division of Corporation Finance*, sezione della SEC, la quale ha pubblicato un apposito documento sui conflitti inerenti alle SPAC, ovvero lo "*Special Purpose Acquisition Companies CF Disclosure Guidance No.11*"²¹², nel dicembre 2020. Il

²¹² Trattandosi di semplici "*guidelines*", la *Division of Corporation Finance* sottolinea che tale documento non abbia nessun valore legale, ma semplicemente illustri il punto di vista dell'autorità sul tema.

regolatore statunitense raccomanda di esporre e descrivere in maniera chiara e accurata le circostanze che potrebbero comportare il sorgere di conflitti di interesse, in particolare riguardo gli incentivi economici in capo ai promotori dovuti alla realizzazione della *business combination*.

Ancor più recentemente, nel marzo 2022 la SEC ha proposto una nuova regolamentazione denominata *Regulation S-K*, la quale pone l'obiettivo di migliorare i flussi informativi in tutte le fasi del processo SPAC al fine di fornire una completa trasparenza informativa agli investitori, garantendo loro la possibilità di esprimere un giudizio affidabile e indipendente sull'operazione straordinaria proposta.

Tra le novità, si annovera un'ampia *disclosure* riguardo l'intera operazione SPAC, dovendo essere illustrate in maniera dettagliata:

- il ruolo e l'esperienza del *promoter*;
- la natura degli interessi economici in capo agli amministratori e come loro influenzino nell'identificazione della società *target*;
- i passaggi che hanno contraddistinto la trattativa tra la società veicolo e il *target*, giustificando le ragioni della scelta del bersaglio e delle tempistiche relative all'acquisto.

Oltre l'inserimento di tali obblighi, l'autorità propone un cambiamento riguardo la fruibilità della disciplina del *Private Securities Litigation Reform Act*, noto come P.S.L.R.A, da parte delle SPAC. Esso è considerato un *safe harbor*, ovvero uno scudo normativo, in quanto consente allo sponsor di essere protetto da azioni di responsabilità, da parte dei privati, contro omissioni o errori nella comunicazione delle proiezioni di crescita della società bersaglio. Tuttavia, tale esenzione non è disponibile per le *Blank Check Companies*: le intenzioni, dunque, sarebbero quelle di ampliare la definizione di BBC al fine di far rientrare in essa le SPAC, rendendo quindi inutilizzabile la protezione fornita dal P.L.S.R.A.

Un ulteriore cambiamento proposto riguarda il regime di responsabilità delle banche collocatrici: infatti, qualora abbiano fornito consulenza finanziaria, aiutato la società nella ricerca degli investitori oppure ricevuto un pagamento connesso alla *business combination*. Essi saranno considerati responsabili in caso si verificano situazioni in cui la trasparenza informativa sia venuta meno.

Dall'analisi della proposta legislativa, dunque, emerge come l'autorità statunitense miri a perseguire la massima trasparenza informativa nelle operazioni SPAC: tuttavia, alcuni punti della regolamentazione potrebbero aggravare eccessivamente la posizione di alcuni operatori coinvolti nell'operazione, come ad esempio le banche collocatrici, aumentando i costi dell'operazione e scoraggiando la costituzione di tali veicoli societari ²¹³. La proposta della SEC, infine, dovrebbe essere implementata entro la fine del 2023.

7.2 EUROPA

Nel panorama europeo, le dimensioni del mercato SPAC non sono ingenti come quelle registrate negli Stati Uniti ²¹⁴. Nonostante ciò, le aspettative di crescita sono alte: infatti, tra il 2019 e 2022 sono state osservate 39 ammissioni di SPAC sui principali listini europei, nonostante l'incertezza dovuta alla pandemia da Covid-19 e alla crescente inflazione osservata nell'Eurozona.

In tale contesto, le autorità hanno cominciato a mostrare interesse per le potenziali implicazioni che la diffusione su larga scala delle SPAC in larga scala possa avere sul mercato europeo e sugli investitori. In particolare, tra i temi di maggior rilievo vi è la gestione dei conflitti di interesse intrinseci a tali veicoli societari e l'adozione di misure atte a garantire l'integrità procedurale e sostanziale dell'intera operazione SPAC.

Recentemente, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha espresso la propria posizione mediante un comunicato (*public statement*) nel luglio 2021. L'autorità si è soffermata sulla gestione dei conflitti di interesse derivanti dagli incentivi economici e della *governance* societaria ²¹⁵, sottolineando il dovere dei *promoters* di informare chiaramente e

²¹³ Per una visione completa dei possibili effetti prospettati da tale regolamentazione, visitare <https://www.sec.gov/files/presentation-spacs-anna-pinedo-050622.pdf>.

²¹⁴ Le SPAC europee sono concentrate maggiormente sui settori dell'alta tecnologia.

²¹⁵ ESMA *public statement*, 4, disponibile presso https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf. « In particular, NCAs should check that the prospectus discloses any conflicts of interests arising under the following situations:

- in the event that the sponsors will lose their initial investment if no acquisition is completed by a specific deadline;
- in relation to any agreements with the sponsor restricting their disposal of the issuer's securities;
- concerning any possibility that the SPAC could invest in companies associated with the sponsor;
- relating to the fact that the sponsors and their affiliates may have already invested in the same sector as SPAC;
- emerging due to the fact that the sponsors and their affiliates are not obligated to share any potential targets they identify with the SPAC and may acquire these targets themselves. »

dettagliatamente gli investitori sugli effetti dell'operazione straordinaria e le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi ²¹⁶.

Anche nei paesi europei sono state adottate delle misure di prevenzione riguardo i conflitti di interesse, sia istituendo appositi presidi garantiscano la correttezza dell'intero processo SPAC, sia richiedendo la completa trasparenza delle informazioni raccolte.

In particolare, è da menzionare la scelta del *NASDAQ Nordic* ²¹⁷ di inserire, come requisito di quotazione, la presenza obbligatoria di amministratori indipendenti che approvino, in maggioranza, la *business combination* proposta ²¹⁸.

Infine, si segnala l'approccio regolamentare del Regno Unito, il quale sta cercando creare un ambiente più competitivo ²¹⁹ e, al contempo, sicuro per gli investitori. Riguardo il sorgere di conflitti di interesse, la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha imposto che la SPAC debba comunicare la loro esistenza attraverso un "*fair and reasonable statement*": in aggiunta, è necessario che venga fornita una completa *disclosure* sulle informazioni raccolte e sullo svolgimento dell'intero processo SPAC, con particolare riguardo ai rischi e delle caratteristiche chiave dell'operazione proposta ²²⁰.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: QUALE FUTURO PER LE SPAC?

Attraverso la seguente trattazione, si è cercato di illustrare il complesso mondo delle *Special Purpose Acquisition Companies*, partendo dalle sue radici storiche, passando per la loro collocazione nell'ordinamento italiano fino a descriverne l'anatomia e gli aspetti patologici che, purtroppo, contraddistinguono questa peculiare tipologia di società veicolo. Su quest'ultimo tema, sono state mostrate le soluzioni percorribili dal punto di vista statutario,

²¹⁶ A riguardo, l'ESMA sottolinea che le azioni e i *warrant* emessi dalle SPAC debbano sottostare al regime descritto da MIFID II sulla product governance: alla luce della complessità di tali strumenti finanziari, le società dovranno valutare attentamente se le loro caratteristiche siano consone al pubblico degli investitori retail o meno.

²¹⁷ Si tratta del principale gestore delle borse di Stoccolma, Helsinki, Reykjavík, Riga e Tallinn.

²¹⁸ L'art. 2.18.4 del *NASDAQ Nordic RuleBook*, stabilisce che « *Each business combination must be approved by the majority of the directors who are independent of the issuer and the management of the issuer.* ». Il documento è disponibile presso [https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/31/Nasdaq_Nordic_Main_Market_Rulebook_\(13_JAN_2023\)_v_05_0.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/31/Nasdaq_Nordic_Main_Market_Rulebook_(13_JAN_2023)_v_05_0.pdf).

²¹⁹ È stato osservato da REDDY, *Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2022, 44, che l'intenzione della FCA sia quella di ricreare un ambiente normative simile a quello statunitense al fine di trasformare il mercato britannico in un primario *player* del contesto SPAC; infatti, recentemente è stata modificata parte del regolamento per le società quotate al *London Stock Exchange*, consentendo alle SPAC in procinto di *business combination* di poter continuare a negoziare le proprie azioni sul mercato, evitando la sospensione delle negoziazioni prevista.

²²⁰ SWECKER, *To SPAC or Not To SPAC: liberalizing the regulation of capital markets*, in 56 *Van, J. of Trans. L.*, 603, (2023).

illustrando i punti di forza e di debolezza delle clausole statutarie utilizzate, e i possibili presidi che possano svolgere, *ex ante*, un ruolo nella mitigazione e prevenzione dei conflitti di interesse, al fine di garantire la correttezza procedurale e, soprattutto, sostanziale dell'operazione promossa.

La ricerca di soluzioni efficaci a tali problematiche diventa ancor più pregnante in virtù dello scetticismo diffusosi negli ultimi tempi riguardo l'utilizzo di tali veicoli: infatti, la possibile insorgenza di conflitti di interesse tra *promoters* e azionisti, in virtù degli incentivi economici dovuti alla conversione delle azioni speciali a seguito della *business combination*, potrebbe danneggiare la fiducia degli investitori e del mercato in tali veicoli. Questa problematica, sebbene sia nascosta in Europa per via della recente diffusione delle SPAC, sta ricevendo sempre maggiori attenzioni da parte delle autorità di tutto il mondo, le quali stanno sottolineando quanto sia importante garantire la massima trasparenza informativa per mantenere l'integrità procedurale e sostanziale dell'operazione.

Nonostante ciò, le soluzioni a tale problematica sono molteplici e il loro utilizzo congiunto consentirebbe di scongiurare o, quantomeno, mitigare le conseguenze derivanti da tali aspetti patologici delle SPAC. In particolare, l'istituzione di presidi fondati sul ruolo degli amministratori indipendenti assicurerebbe una maggiore protezione nei confronti degli investitori e del mercato in un duplice modo: *in primis*, attraverso un controllo continuo e attivo durante la fase di *due diligence* e delle trattative, che garantirebbe la prevenzione "a monte" di un conflitto di interessi dovuto all'identificazione del *target*; inoltre, attraverso il parere degli amministratori sull'operazione straordinaria proposta, si realizzerebbe un'ulteriore controllo "a valle", che rappresenterebbe l'ultimo baluardo a protezione degli azionisti riguardo un'operazione non conveniente. L'istituzione di questi appositi presidi, che potrebbero essere inseriti in una eventuale "procedura SPAC", contribuirebbe, in aggiunta, a potenziare lo strumento più importante a disposizione degli azionisti, ovvero il diritto di voto.

Sicuramente, la realizzazione di un'apposita procedura che riguardi le operazioni SPAC, sia in riferimento alla fase *de-SPAC* oppure alla fase di *due diligence*, potrebbe essere realizzata attraverso l'aumento del numero di amministratori indipendenti, ritoccando dunque i requisiti formali richiesti dal Regolamento di Borsa Italiana. In particolare, il mercato che maggiormente trarrebbe beneficio da tale modifica da parte del legislatore corrisponderebbe al sistema multilaterale *Euronext Growth Milan*, in quanto tale mercato è potenzialmente quello più idoneo per l'utilizzo delle SPAC per presenza in larga scala di PMI.

In tal senso, si auspica che tali misure possano creare un ecosistema normativo competitivo e attraente per la costituzione e lo sviluppo di SPAC non solo sul territorio italiano, ma anche europeo e mondiale: infatti, l'Italia è stata tra i pionieri, in Europa, ad ammettere la negoziazione degli strumenti finanziari di tali società presso listini di *Euronext MIV Milan* e, soprattutto, *Euronext Growth Milan* comprendendo fin da subito il potenziale di tali società nell'incrementare la crescita delle piccole e medie imprese, le quali sono considerate la colonna portante dell'economia domestica. Inoltre, la finalizzazione di operazioni SPAC permetterebbe di aumentare la capitalizzazione della Borsa italiana, rendendola più attraente per l'arrivo di investimenti esteri e incidendo anche sulla crescita del prodotto interno lordo.

In conclusione, la seguente trattazione ha mirato ad illustrare i punti di forza e gli aspetti problematici delle *Special Purpose Acquisition Companies*, cercando di fornire un quadro chiaro e completo riguardo tale fenomenologia. Dall'analisi effettuata riguardo il fenomeno delle SPAC, è possibile affermare che il *modus operandi* adottato per affrontare le criticità che caratterizzano tali veicoli societari sia uno degli indicatori più importanti nello studio di queste peculiari società., in quanto permetterà di comprendere se le SPAC potranno avere un ruolo importante nello sviluppo economico futuro oppure rimarranno un fenomeno passeggero. Attualmente, è ancora troppo presto per realizzare una valutazione completa riguardo il potenziale impatto di tali società potranno avere e quali siano gli orizzonti di sviluppo di tale veicolo societario: come insegna la storia delle SPAC, una loro qualità "nascosta" consiste nel sapersi adattare al contesto storico e culturale del luogo dove essere operano, riuscendo a cambiare anche le loro caratteristiche fondamentali al fine di continuare ad uno strumento che possa generare valore nei confronti degli investitori. In virtù della loro flessibilità, qualora si decidesse di intervenire aggiungendo dei presidi che abbiano dei fini analoghi a quelli descritti nel corso dello scritto, le SPAC potrebbero riuscire a colmare questa loro "lacuna" strutturale, diventando uno strumento ancor più appetibile per gli investitori.

BIBLIOGRAFIA

ALVARO, CAPPARIELLO, GENTILE, IANNACONE, MOLLO, NOCELLA, VENTORUZZO, *La business judgment rule nei mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in 11 *Quaderni Giuridici*, 2016, 5.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2021

ANNUNZIATA, PASSADOR E CHISARI “*SPACs and the Italian Capital Market: Market Practices beyond the European Legal Framework of Financial Regulation*”, Routhledge, 2021

BARCELLONA, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della direttiva GEFIA. Investment companies, family offices, club deals, SPAC, holding companies*, in *Giur. Comm.*, 2018,1-115.

BOLAMPERTI, *Le clausole lock-up nelle offerte pubbliche iniziali: motivazioni teoriche ed effetti empirici*, in *Banc., Impr. e Soc.*, 2003, 117.

CACCHI PESSANI, *La fusione come tecnica di acquisizione*, in *Giur. Comm.*, 2023, II,181.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, UTET, Torino, 2020.

CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 3, Contratti, Titoli Di Credito, Procedure Concorsuali*, a cura di M. Campobasso UTET, Torino, 2022.

CASTELLI, *Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies*, in *Bost. Coll. Law Review*, 237-275 (2009).

CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, 2020.

CHIOMENTI E GRAFFI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, in *Giur. Comm.*, III, 2010, 445.

CLEMENTS, *Misaligned Incentives In Markets: Envisioning Finance That Benefits All of Society*, in *DePaul Bus. & Comm. Law J.*, 1-62, (2021).

- CRISTOFARO, *Il Trust nella quotazione delle SPAC*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2009, 272.
- CORGATELLI, *L'inesplorato conflitto d'interessi degli amministratori di SPAC nel Delaware*, in *Giur. Comm.*, I, 2023, 5.
- D'ALVIA, "SPACs: limiti e prospettive tra hard law e soft law" in *Riv. Soc.*, 1167, 2017.
- D'ALVIA, *The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practice*, in *J. of bank regulation*, 107-124 (2020).
- D'ALVIA, "From Darkness to light: a comparative study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US. in *Cam Yearbook of Eur. Legal Studies*, 201-238, (2022).
- D'ALVIA *Mergers, Acquisitions, and International Financial Regulation: Analysing Special Purpose Acquisition Companies*, Routledge, 2022.
- DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo d'investimento e quotazione*, *Riv. Soc.*, 712, 2018.
- DE LUCA *European Company Law*, Cambridge, CUP, 2021.
- DONATIVI E CORIGLIANO, *Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità con il diritto italiano*, in *Soc.*, 2010, 17.
- DUTY, *Business Judgment Rule or Due Diligence? How to Reduce Vicarious Liability for SPAC Directors and Officers*, in *44 Univ. Ark. Little Rock Review*, 251-280, (2021).
- FUMAGALLI. *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Egea, Milano, 2014.
- FUMAGALLI, *Brevi considerazioni sugli statuti delle SPAC e sui regolamenti dei warrants*, in *Riv. Soc.*, 743, 2018.
- GARRAMONE, *Una panoramica in tema di "Special Purpose Acquisition Companies" (SPAC) in Banca, Impresa e Soc.*, I, 131, 2020.

GEISS, *The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity*, in *Journal of Corporation Law*, 235-258, (2021).

GIGANTE E CONSO, *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione. Prefazione di Andrea Vismara e Giulio Greco*, Egea, Milano, 2019.

GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 355, 2021.

GREEN, BABIR, KATHARANI-KHAN, KANG, *The need of a comprehensive approach to capital markets regulation*, in *2 Columbia Business Law review*, 714-795, (2021).

HARRIS, *SPAC The Deck: Why the Control Exerted by SPAC Sponsors Subjects De-SPAC Transactions to Entire Fairness Review*, in *27 Ford. j. of Corp.& Fin. Law*, 563-616, (2022).

KLAUSNER, OHLROGGE E RUAN, *A Sober Look at SPACs*, in *39 Yale J. Regul.*, 230-300, (2022).

KRULISH, *Defending the de-SPAC merger: what standard of review applies?* in *74 Bay. Law Review*, 492-530 (2022).

LOMBARDO, AIM, *SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi Giuridica Dell'economia*, 2021, 31.

LUCARELLI, "La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta" in *Riv. Soc.*, 2004, 1343.

LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *Osservatorio sulla Corp. Gov.*, II, 2012, 354.

MARTIN, *The Agency Problem in Spacs: A Legal Analysis of Spac Ipo Investor Protections*, in *95 South. Cal. Law review*, 1212-1270 (2022).

NIGGERBRUGGE, *SPAC to The Future: under Delaware Law, is the Business Judgment Rule categorically unobtainable for Special Purpose Acquisition Companies?*, in *47 Del. J. Corp. Law*, 291-327, (2023).

NILSSON, *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, in *19 Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 253- 274 (2018).

PAOLETTI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, in *Riv. Soc.*, 2017, 1145.

PROVASI E RIVA, *Evidence of the Italian Special Purpose Acquisition Company*, in *16 Corporate Ownership & Control*, 66-76, (2019).

QUATTROCCHIO E OMEGNA, *L'Alternative Investment Market AIM*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, V, 2016, 134.

REDDY, *Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street*, in *22 J. of Corp. Law Studies*, 1-44, (2022).

RIEMER, *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*, in *85 Wash. Univ. Law Rev.*, 931- 967, (2007).

RODRIGUES E STEGEMOLLER, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of Spacs*, *37 Del. J. Corp. L.*, 849- 894, (2013).

RODRIGUES E STEGEMOLLER, *Special Purpose Acquisition Corporations: A Public View of Private Equity*, in *37 Del. J. Corp. Law*, 2-77, (2013).

ROMANO, *La SPAC ("Special Purpose Acquisition Company")*, *un'altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale*, in *Riv. Soc.*, 2022, 913.

ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, VI, Giuffrè, 2001.

SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015, 387.

SPANMAN & GUO, *The SPAC trap: how SPACs disable indirect investor protection*, in *40 Yale J. of regulation*, 76-86, (2022).

STRAUSS, *Suing SPACs* Duke Law School Public Law & Legal Theory Series, in *18 Southern California Law Review*, 1-34, (2022).

SWECKER, *To SPAC or Not to SPAC: liberating the regulation of capital markets*, in 56 *Vand. J. of Transnational Law*, 580-618 (2023).

TASCA E GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto Finanza e Impresa con prefazione di Corrado Passera*, Giuffrè, Milano, 2020.

TRABUCCHI, *Istituzioni di Diritto Civile*, CEDAM, Padova, 1995.

VENTORUZZO, *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2023.

LAKICEVIC & VULANOVIC, *A story of SPACs*, in 39 *Managerial Finance*, 1-36, (2011);

WEISS, *SPAC in the AIFMD context*, in 27 *Fin. Law Review*, 34-47, (2022).

Giurisprudenza

In Re Multiplan Corp. S'holders Litig., C.A. N.O.2021-0300-Lww (Del.Ch. Jan., 2022)

Delman v. GigAcquisition3, C.A. No. 2021-0679-LWW (Del. Ch. Jan., 2023)

Kahn v. M&F WorldWide Corp., 8 A.3d 635 (Del. 2014)

Sitografia

“Rapporto regionale PMI”, disponibile presso

<https://www.confindustria.it/wcm/connect/13ac181a-7800-4e1e-9ec9-7711dac73afc/Rapporto+Regionale+PMI+2022.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-13ac181a-7800-4e1e-9ec9-7711dac73afc-od1Gz4G#> .

“Borsa Italiana per le PMI”, disponibile presso

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>.

Definizione della SEC di “Blank Check Companies”, disponibile presso

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>.

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/02-regolamentoemittenti-03082021-conevidenza.pdf>

“Euronext MIV- I requisiti di quotazione”, disponibile presso

<https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/requisiti/quotazione.htm>.

“Documento informativo: fusione per incorporazione di SeSa S.p.A in Made in Italy S.p.A.”
disponibile presso

<https://www.sesa.it/wp-content/uploads/2020/03/documento-informativo.pdf>.

“Regolamento warrant EPS EQUITA PEP SPAC S.p.A.”, disponibile presso

<https://www.epspac.it/wp-content-epssecure/uploads/2017/07/EPS-Regolamento-Warrant.pdf>.

“Proceeds of Special Purpose Acquisition Company (SPAC) IPOs in the United States from 2003 to May 2023”, disponibile presso

<https://www.statista.com/statistics/1178273/size-spac-ipo-usa/>.

“Le SPAC: smaltita l’euforia, si torna alla realtà.” disponibile presso

https://www.amundi.it/investitori_professionali/ezjscore/call/ezjscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=_dl_2b679f63-4312-415e-9c3e-d1db6f1f85d3_inline#:~:text=Stando%20a%20PWC%2C%20nel%20primo,rendimento%20del%20mercato%20in%20generale.

“Special Purpose Acquisition Companies: an introduction”, disponibile presso

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>.

“*Discussion of SEC proposed rules on SPACs, Shell Companies and Projections*”, disponibile presso

<https://www.sec.gov/files/presentation-spacs-anna-pinedo-050622.pdf>.

“*Public Statement. SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations*”,
disponibile presso

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf.

Comitato Triveneto dei Notai “Modifiche al progetto di fusione apportabili con decisione unanime dei soci”, disponibile presso

<https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-85-deroghe-ai-procedimenti-di-fusione-e-scissione.html>.

“Policy Statement 21/10 della Financial Conduct Authority, *Investor protection measures for special purpose acquisition companies. Changes to the Listing Rules*” disponibile presso

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>.

“Appunti sulle “Special Purpose Acquisition Companies” (“SPAC”)”, disponibile presso

[https://www.dirittobancario.it/art/appunti-sulle-special-purpose-acquisition-companies-spac/#:~:text=Appunti%20sulle%20“Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies”%20\(“SPAC”\),-](https://www.dirittobancario.it/art/appunti-sulle-special-purpose-acquisition-companies-spac/#:~:text=Appunti%20sulle%20“Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies”%20(“SPAC”),-19%20Giugno%202018&text=Le%20“Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies,multilaterale%20di%20negoziazioni%20(ad%20es.)

[19%20Giugno%202018&text=Le%20“Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies,multilaterale%20di%20negoziazioni%20\(ad%20es.](https://www.dirittobancario.it/art/appunti-sulle-special-purpose-acquisition-companies-spac/#:~:text=Appunti%20sulle%20“Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies,multilaterale%20di%20negoziazioni%20(ad%20es.)

NYSE Listed Company Manual. Section 303A Corporate Governance standards. Frequently asked questions” disponibile presso

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/FAQ_NYSE_Listed_Company_Manual_Section_303A_7_28_2021.pdf.

“NASDAQ Corporate Governance Requirements”, disponibile presso

<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>.

“NASDAQ Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares”, disponibile presso

[https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/31/Nasdaq_Nordic_Main_Market_Rulebook_\(13_JAN_2023\)_v_05_0.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/31/Nasdaq_Nordic_Main_Market_Rulebook_(13_JAN_2023)_v_05_0.pdf).

“Delaware Law Updates” disponibile presso

<https://www.potteranderson.com/printpilot-experience-796.pdf?1688149173>

“Le SPAC italiane: confronto con l’esperienza usa e con altre forme di investimento in aziende non quotate”, disponibile presso

<http://portasoprana.it/articoli%20lettera/pegoraro%20spac%20lettera%20asfx%203%202018.pdf>.

“Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Resoconto della consultazione”, disponibile

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/gestione->

[collettiva-risparmio/Resoconto della consultazione -
Regolamento sulla gestione collettiva.pdf](#)

