



Corso di Laurea Triennale in
Economia e Management

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

Performance post quotazione della SPAC

Relatore

Prof. Stefano Bozzi

Candidato

Francesco Maria De Nobili (271041)

Anno Accademico 2023/2024

*A mio Padre,
che mi ha portato sulle spalle quando ero stanco,
che mi ha raccontato una fiaba quando non riuscivo a dormire,
che mi ha aiutato a fare i compiti quando ero in difficoltà,
che mi ha consolato quando ero triste,
che mi ha insegnato ad allacciarmi le scarpe,
che mi ha raccontato del suo primo bacio, della sua carriera, del suo lavoro e della sua vita,
che ha reso della bontà, non solo scudo per chi ha amato ed ama, ma anche spada,
che mi ha insegnato ad amare, senza giudicare,
che ha sempre porto l'atra guancia.
Che la malattia possa non sconfiggerlo mai
e che nonostante tutto
...possa di me essere fiero.*

Ringraziamenti

Vorrei rivolgere i miei ringraziamenti in prima battuta al mio Professore Relatore, professore della materia prediletta incontrata in triennale, senza il quale non sarei mai riuscito a redigere la qui presente tesi. In seconda battuta vorrei ringraziare la LUISS, l'università che mi ha accolto e cresciuto per tre anni, offrendomi tante opportunità e servizi, alcuni unici in Europa e nel mondo (e sono certo che diversi dei miei colleghi possano condividere con me tale sentimento). Terzo ringraziamento deve essere rivolto a Roma, magica città senza tempo che ho imparato ed amare fino ad arrivare a conoscerla come le mie tasche, città che ha senza il minimo dubbio caratterizzato la mia vita universitaria e non solo. Quarto ringraziamento deve essere dedicato ai miei amici più sinceri, che rintraccio senza pensarci in quattro persone: Antonio, Marco, Federico e Alberto, ognuno di loro, sotto molti e differenti punti di vista, mi ha insegnato qualcosa aiutandomi a maturare e diventare il ragazzo che sono oggi. Per concludere i miei ultimi ringraziamenti devono essere rivolti alla mia famiglia tutta che ha permesso che oggi fossi qua, che da più di mille anni fra signori, feudatari, ecclesiasti, militari, politici, esploratori, imprenditori, giuristi e dottori, hanno prosperato e da tutti loro ho imparato qualcosa ed in qualche modo tutti loro oggi vivono in me. Una menzione speciale deve essere rivolta a Giancarlo e a mio Zio. Per finire vorrei ringraziare mia madre, sia per avermi sostenuto sia per avermi redarguito infinite volte, anche quando magari non ne comprendevo il motivo, perché senza dubbio mi ha insegnato a crescere e migliorarmi e a divenire in grado di fare ciò che un tempo avrei ritenuto impensabile. Dunque, ringrazio nuovamente tutti i citati perché senza, anche solo uno di loro, non sarei dove sono e non sarei oggi pronto al nuovo inizio che mi attende.

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	9
CAPITOLO 1: CENNI STORICI.....	11
1.1 – Cenni storici sulla SPAC	11
1.2 – In Italia	13
1.3 – Cenni di letteratura.....	16
CAPITOLO 2: IL CICLO DI VITA DELLA SPAC	19
2.1 - Costituzione IPO e raccolta del capitale	19
2.1.1 - Costituzione e fasi preliminari.....	19
2.1.1.1 – Il prospetto informativo	21
2.1.2 - L’offerta pubblica iniziale.....	22
2.1.2.1 – Le Unit e lo Sponsor	24
2.1.2.2 – I Warrant.....	27
2.1.3 – Il fondo vincolato.....	32
2.2 – Identificazione della società target ed il ruolo dell’assemblea	34
2.3 – La fusione	40
CAPITOLO 3: ANALISI POST QUOTAZIONE DELLA SPAC	43
3.1 – Differenze <i>post</i> quotazione tra le SPACs europee e statunitensi	43
3.2 – Il valore dei titoli.....	44
3.2.1 – Il valore cumulato e le sue anomalie	47
3.3 – I rendimenti <i>post</i> quotazione per lo <i>sponsor</i> , i promotori e gli azionisti.....	50
3.4 – Conflitto di Agenzia	53
3.5 – Statistiche generali	58
CAPITOLO 4: IL CASO “<i>SICILY BY CAR</i>”	61
4.1 – Panoramica generale	61
4.2 – Il caso	62
4.3 – Finanza strutturata: L’accordo	67
4.4 – Lo stato attuale.....	72

4.5 – In prospettiva	74
CAPITOLO 5: CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....	75
5.1 – Conclusioni sulle remunerazioni.....	75
5.2 – Vantaggi e Svantaggi della SPAC.....	78
5.3 – SPAC e il <i>Private Equity</i>	81
5.4 – Analisi empiriche finali	83
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	91
Bibliografia	91
Sitografia.....	97

INTRODUZIONE

Il seguente elaborato da me redatto sulla materia che mi ha affascinato maggiormente e nella quale la mia esperienza universitaria proseguirà, verte su uno specifico veicolo di quotazione nato e sviluppatosi negli Stati Uniti d’America e successivamente diffusi anche in Europa e in Italia. Tale strumento finanziario è la *Special Purpose Acquisition Company* (d’ora in avanti definite anche come SPACs o SPAC, ossia, in italiano, Società di Acquisizione a Scopo Speciale). In particolare, ci si soffermerà sulla loro storia e diffusione, sulla loro struttura, sulle loro fasi di evoluzione e sui rendimenti che sono in grado di generare al termine del loro ciclo di vita.

Inoltre, all’interno del presente elaborato, si proveranno ad indagare le caratteristiche ed i rendimenti della SPAC, in modo tale da riuscire a comprenderla al meglio e sotto più punti di vista, così da potersi andare a costituire, una volta terminata la lettura, una visione completa sullo strumento in questione.

Gli obiettivi che si intendono perseguire nella qui presente tesi saranno:

- Provare ad aumentare la sensibilità dei lettori sull’argomento trattato, rendendolo più noto e conoscibile verso coloro che non sono addentro alla materia.
- Descrivere la storia ed il funzionamento delle SPACs passando dagli attori principali fino alle loro componenti.
- Mettere in luce i risultati che gli strumenti in questione riescono a raggiungere.
- Delineare le conclusioni, analizzando i punti di forza e le criticità che le contraddistinguono.

Prima che ci si inoltri in questo percorso è doveroso dare un breve sguardo panoramico alle sezioni che andranno a costituire il documento, in modo tale che ancor prima dell’inizio della sua lettura, l’interlocutore che si interfacerà con il testo, possa acquisire una prospettiva su ciò che andrà a leggere.

Nel capitolo primo ci si soffermerà sugli aspetti più propriamente storici riguardanti la SPAC e su un accenno di letteratura. All'interno del secondo capitolo si affronterà invece il ciclo di vita, indagando ogni sua fase evolutiva, dalla costituzione fino ad arrivare al termine della fusione con la società individuata. Nella terza sezione si avrà modo di poter indagare più a fondo i rendimenti *post* quotazione della SPAC suddivisi per i vari soggetti che sono stati coinvolti nel processo, per arrivare poi, con il quarto capitolo, all'affrontare un caso pratico e concreto riguardante il contesto italiano. L'elaborato si concluderà con il capitolo finale vertente sulle ultime considerazioni, passando attraverso un'analisi dei vantaggi e degli svantaggi che caratterizzano questa peculiare tipologia di società, fino ad arrivare ad un confronto con il mondo del *private equity*.

CAPITOLO 1: CENNI STORICI

1.1 – Cenni storici sulla SPAC

La SPAC si origina dalle così dette “*blank check companies*”, ossia società che iniziarono ad affacciarsi sui mercati finanziari nordamericani verso gli inizi degli anni Ottanta del Novecento, in un contesto fortemente caratterizzato dalla presenza di marcate azioni speculative (*Milan L. – Milos V.,2011*).

Tuttavia, una delle maggiori differenze tra queste imprese e le SPACs si può già rintracciare sul mercato di operatività. Infatti, le prime avevano il loro campo di azione nei mercati non regolamentati e spesso finivano per essere utilizzate come mezzi fraudolenti e dunque in seguito vennero fortemente assoggettate a regolamenti e marcate restrizioni (*D’Alvia D., 2014*), fino ad arrivare ad una loro totale messa al bando nel decennio successivo. Le seconde invece, pur essendosi anch’esse sviluppatesi nei mercati non regolamentati oggi sono contemplate anche per quello regolamentato (in Italia, tuttavia, si quotano di norma sull’*Euronext Growth Milan*) (*Milan L. – Milos V.,2011*) (*James M., 2017*) (*Boyer, C - Baigent, G.,2008*).

Negli anni a seguire, la *Early Bird Capital*, una società specializzata nell’*Investment Banking* e attività di *M&A* (*Mergers and Acquisitions*, ossia attività al supporto di fusioni e acquisizioni aziendali), riuscì a proporre un prodotto sicuro e allo stesso tempo capace di aggirare le stringenti normative vigenti (*James M., 2017*). Il prodotto finito fu la SPAC che oggi conosciamo. Grazie a tale strumento la EBC, nel suo periodo di attività, riuscì a proporre 13 SPACs portandone 12 a completamento con successo (*Milan L. – Milos V.,2011*).

Solo con il nuovo millennio, almeno negli Stati Uniti d’America, la SPAC conobbe un vero e proprio periodo di espansione e diffusione. A permetterne la svolta fu principalmente l’ambiente che si era andato a costituire sul mercato che andava ad ostacolare la quotazione e la raccolta dei capitali necessari alle imprese di medie

dimensioni. In tal modo la *Special Purpose Acquisition Company* si presentò come un alternativo strumento a servizio delle imprese per arrivare alla quotazione senza seguire i tradizionali procedimenti di IPO (*Initial Public Offering* ovvero Offerta pubblica iniziale) (James M., 2017).

All'affacciarsi delle SPACs sul mercato, la maggior parte degli investitori era costituita da fondi di investimento caratterizzati dall'appartenere alla categoria *long only* o *HNWI* (*High Net Worth Individuals*, ovvero soggetti con patrimoni elevati), oggi, invece, all'interno della platea degli interessati, è anche possibile individuare compagnie assicurative, fondi comuni di investimento ed anche investitori *retail* (Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016) (Lewellen S. M., 2008).

Appare opportuno menzionare come nel corso degli anni la SPAC si sia evoluta e col tempo essa abbia assunto una struttura ben definita. Per esempio, riferendoci alla fase dell'integrazione societaria, oggi è possibile distinguere quattro fasi (non obbligatoriamente fra loro sequenziali):

- “*No target found*” (NT) => non è ancora stata annunciata l'intenzione di acquisire un *target*.
- “*Target found*” (TF) => è stato annunciato il target ma ancora non si è completato l'acquisto.
- “*Acquisition completed*” (AC) => acquisizione completata del target.
- “*Acquisition withdrawn*” (AW) => nonostante sia stata annunciata l'acquisizione, questa viene in un secondo momento ritirata.

(James M., 2017) (D'Alvia D., 2014).

Per finire anche l'acquisizione, grazie al grande utilizzo della SPAC, è stato possibile che si articolasse in differenti tipologie e modalità, come per esempio (Riemer D. S., 2007):

- Acquisire la società ottenendo il controllo delle azioni del *target* direttamente dai soci attuali.
- Acquisire la società mediante la sottoscrizione di nuove azioni che verranno emesse dal *target*.

- Acquisire la società mediante fusione diretta o fusione inversa con il *target* (Donativi V., 2010) (Lakicevic M., 2013) (Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018).

1.2 – In Italia

In Italia, l'utilizzo della SPAC per la quotazione delle società è apparso più recentemente in confronto ad altri paesi europei o agli Stati Uniti d'America (Donativi V., 2010). Infatti, sul territorio nazionale l'ammissibilità alla quotazione su Borsa Italiana è stata deliberata solo nel 2009 e nel maggio del 2010 è stato possibile assistere alla prima quotazione, ovvero quella di *Italy 1* (Anzolini E., 2012) (Banca d'Italia – Consob, 2014).

Nel periodo di tempo immediatamente successivo all'esperienza di *Italy 1* (che raccolse circa 150 milioni di euro), si è osservata la quotazione di ulteriori quattro SPACs:

- *Made in Italy S.p.A.*: quotazione a giugno del 2011, con 50 milioni di euro di raccolta (Anzolini E., 2012).
- *Industrial Stars of Italy S.p.A.*: quotazione a luglio del 2013, con 50 milioni di euro di raccolta (Borsa Italiana, 2013).
- *Space S.p.A.*: quotazione a dicembre 2013, con 130 milioni di raccolta.
- *GreenItaly*: quotazione a dicembre 2013, con 35 milioni di euro di raccolta.

Queste sono solo le prime cinque SPACs quotate in Italia, ma al 2021 se ne possono contare 24, infatti, oltre alle precedentemente menzionate, si annoverano anche:

- *Space 2 S.p.A.*,
- *GGP S.p.A.*,
- *Capital for Progress 1 S.p.A.*,
- *Glenalta Food S.p.A.*,
- *Gambero Rosso S.p.A.*,
- *Industrial Stars of Italy 2 S.p.A.*,
- *Innova Italy 1 S.p.A.*,
- *Crescita S.p.A.*,

- *Space 3 S.p.A.*,
- *Capital for Progress 2 S.p.A.*,
- *Glenalta S.p.A.*,
- *Sprint Italy S.p.A.*,
- *Industrial Stars of Italy 3 S.p.A.*,
- *Space 4 S.p.A.*,
- *SPAXS S.p.A.*,
- *Equita PEP SPAC S.p.A.*,
- *Life Care Capital S.p.A.*,
- *Gabelli Value for Italy.*
- *IPOC S.p.A.*

(Paoletti A., 2010) (<https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC#:~:text=Attualmente%2C%20in%20Italia%20sono%20quotate,Italy%201%20S.p.A.%2C%20Crescita%20S.p.A.%2C>).

Facendo un rapido calcolo, prendendo in considerazione il numero di SPACs e dividendolo per la differenza di anni fra il 2009 e il 2021, ci si accorge come in media siano state quotate solo due SPACs per ogni anno trascorso. Dunque, è facile intuire come lo strumento in questione sia poco utilizzato, almeno sul suolo italiano, proprio alla luce del basso rapporto tra numero di quotazioni e anni trascorsi.

Al di là del ruolo della SPAC è chiaro che il numero di imprese italiane, con particolare riguardo alle piccole e medie, che raggiungono la quotazione sia di molto inferiore se comparato con quello dei maggiori paesi europei. Tale stato delle cose rende il paese meno competitivo visto che la maggior parte delle imprese rimangono ad un livello familiare; di contro, l'accesso ai mercati finanziari, permetterebbe alle aziende di aumentare di dimensioni e competitività, rendendo il paese allo stesso tempo più avanzato e in grado di attirare maggiori investimenti, sia interni che esterni.

A supporto di tale affermazione è possibile osservare una serie di fattori come:

- Le imprese quotate sono caratterizzate da maggiori tassi di sviluppo (*Consiglio dei ministri, 2013*) che restano stabili nel tempo, proprio grazie alla quotazione. Aumenti che oscillano intorno al 22%, nella fase immediatamente successiva all'annuncio della quotazione, al 18% nel *post* quotazione e di un 7% medio per il periodo successivo.
- Circa l'80% delle imprese quotate afferma che in mancanza della quotazione non sarebbe stato possibile raggiungere il tasso di sviluppo raggiunto.
- Più del 40% delle risorse che sono state raccolte in sede di IPO sono poi state dedicate all'attività di crescita per le linee esterne.
- Un numero superiore al 70% delle imprese ha effettuato almeno un'acquisizione, e tale valore (riferito alle acquisizioni) aumenta a 4 se si considerano solo le imprese quotate.
- Il tasso di investimento annuo conosce un sensibile aumento, passando dal 15% al 23% per le società quotate.
- In Italia sono quotate un numero superiore a 300 imprese con un *trend* positivo; tuttavia, tale valore risulta intorno alla metà in confronto a Francia e Germania e inferiore ad un settimo per l'Inghilterra.
- Solo il 20% delle imprese italiane quotate si colloca nel segmento di piccola capitalizzazione (valore intorno alla metà di quelle francesi e tedesche e pari al terzo di quelle inglesi).

L'elemento di maggior forza che le imprese quotate posseggono è la capacità di potersi affacciare ad un ampio mercato ricco di opportunità e risorse finanziarie capaci di portare significativa crescita e sviluppo a quelle società che ne fanno uso.

Si è ben consci che la via della quotazione resta una strada di non facile percorso per qualsiasi azienda, tuttavia, all'attualità la quotazione rimane una scelta quasi obbligatoria nel momento in cui si volesse divenire competitivi sul mercato globale (*Cumming D., 2014*).

1.3 – Cenni di letteratura

La nascita di una vera e propria letteratura accademica sulla SPAC risale intorno all'anno 2007, quando diversi autori hanno iniziato a produrre tesi, trattati e ricerche accademiche su argomenti come l'ambito legale o quello più squisitamente finanziario (*Milan L. – Milos V., 2011*).

Tuttavia, nel complesso, vi è un forte consenso sull'evidenza che le SPACs tendano a sottoperformare, anche quando le operazioni sono pubblicizzate con previsioni di crescita ottimistiche (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Lo sviluppo della letteratura ha preso piede dalle peculiarità strutturali e di forma della *Special Purpose Acquisition Company*, evidenziando le dissimilarità con le *blank check companies* mettendo anche in luce gli aspetti positivi e negativi per il potenziale investitore interessato (*Lakicevic M. – Vulcanovic M., 2013*), senza tuttavia tralasciare l'aspetto più squisitamente pragmatico della stessa. (*Lewellen S. M., 2008*).

È altresì doveroso portare all'attenzione del lettore che quando si tratta di letteratura della SPAC, si fa riferimento quasi ed esclusivamente a testi stranieri, faticando a rintracciarne di italiani. Tale situazione è dovuta principalmente a ragioni di carattere temporale e geografico. Infatti, le società oggetto dell'elaborato si sono, come in precedenza sottolineato, formate e sviluppate nel mercato statunitense e solo in seguito (circa 20 anni dopo) sono approdate nel vecchio continente e ancora più tardi in Italia. La situazione odierna è da attribuirsi principalmente alla mancanza di una cultura nazionale simile a quella degli Stati Uniti d'America, ma anche per le ripetute critiche mosse verso tale strumento e per finire per via della situazione finanziaria che si è pesantemente aggravata, in particolare sulle PMI (piccole e media imprese), in seguito alle crisi economiche dello scorso decennio (*Milan L. – Milos V., 2011*).

Per quanto riguarda l'Italia, il problema principale delle SPACs si può individuare nell'agilità o meno della loro replicabilità nel mercato nazionale, in particolar modo nel

momento in cui bisognerà andare ad attenzionare le normative vigenti, gli organi di vigilanza ed il diritto societario (*Donativi V., 2010*) (*PwC, 2018*).

In particolare, i punti principali su cui le normative si concentrano sono:

- Ricevere l'approvazione del progetto di fusione/acquisto/integrazione proposto dal *management* ed approvato dall'assemblea dei soci.
- Immobilizzazione del patrimonio raccolto con la costituzione della SPAC fin quando non verrà raggiunto l'obiettivo prefissato (*Jog V. - Sun C., 2007*).
- L'inalienabile diritto di recesso che spetta a tutti i soci non favorevoli al progetto proposto e votato in assemblea.
- Il vincolo di durata che regola la vita della SPAC e che entro il quale sarà necessario portare a compimento l'oggetto sociale.
- Clausole di tutela per i *founders* o *promoters* della SPAC.

Tornando al tema della *sottoperformance* sistematica, una serie di studi si sono concentrati sul conflitto di agenzia tra *sponsor* ed investitore. Per esempio, Feng, Nohel, Tian, Wang e Wu dimostrano che le SPACs più esposte ai conflitti di agenzia (di cui in seguito si approfondirà il tema) hanno più probabilità di concludere operazioni di scarso valore. Anche Howe e O'Brien mettono in relazione la *performance* delle SPACs con l'entità di tali conflitti. Un'altra corrente è quella che si occupa del ruolo svolto dalla reputazione nel modellare i costi di agenzia. Diversi autori hanno dimostrato che la reputazione svolge un ruolo fondamentale sul problema delle informazioni asimmetriche in vari contesti. Rodrigues e Stegemoller mettono a confronto le SPACs e i fondi di *private equity* e discutono il meccanismo di riscatto delle SPACs come strumento per rafforzare l'influenza dell'uscita degli investitori e disciplinare il comportamento degli *sponsor*. Come notano Gahng, Ritter e Zhang, la preoccupazione reputazionale dei *promoters* di SPACs, derivante dall'impossibilità di condurre operazioni future in caso di risultati mediocri, dovrebbe essere più debole che nel *private equity*, perché gli investitori sono protetti dai diritti di riscatto (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Più di recente, Ritter ha fatto luce sul problema di agenzia tra le imprese emittenti e i sottoscrittori e documenta la sua importanza per spiegare l'*underpricing* delle IPO.

Tuttavia, mentre i sottoscrittori affidabili nelle IPO dovrebbero fungere da certificatori della qualità dell'emittente, questo non è il caso delle SPACs, in quanto l'azienda non ha un'attività operativa e il *target* è sconosciuto al momento dell'IPO. Gahng, Ritter e Zhang mostrano inoltre un aumento della quota di mercato dei sottoscrittori più prestigiosi nel mercato delle SPACs nel tempo e documentano come la *sottoperformance post-fusione* sia meno pronunciata tra le SPACs “sponsorizzate” da banche d'investimento di basso prestigio (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

Per quanto riguarda l'effetto degli *sponsor* di prestigio nelle SPACs, la visione favorevole prevede che la loro presenza aumenti la loro redditività. Lin, Lu, Michaely e Qin documentano come la presenza di *sponsor* di maggiore prestigio sia associata a tempi più rapidi per il de-SPAC e a una migliore *performance post-fusione*. Blomkvist, Nocera e Vulcanovic hanno riscontrato che le SPACs sponsorizzate da *ex* CEO di grandi società raccolgono più capitale. Allo stesso modo Pawliczek, Skinner e Zechman dimostrano che i fondatori con una precedente esperienza nel campo delle SPACs e una maggiore visibilità siano associati a maggiori proventi da IPO (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

CAPITOLO 2: IL CICLO DI VITA DELLA SPAC

2.1 - Costituzione IPO e raccolta del capitale

2.1.1 - Costituzione e fasi preliminari

La SPAC ha origine dall'accordo fra diversi soggetti, che d'ora in avanti definiremo come "promotori della SPAC" o semplicemente "promotori" o con differenti sinonimi, che avranno come incarico, quello di amministrare la società e come obiettivo ultimo quello di portarla alla fusione con un altro ente (*Milan L. – Milos V., 2011*).

Insieme ai promotori si possono identificare altri attori, che prima o dopo, in modi differenti, giocheranno un ruolo importante nella vita della SPAC:

- I *managers*: soggetti altamente specializzati e noti che cercano di ottenere elevati guadagni mediante la quotazione della SPAC (di norma identificabili nella stessa figura dei promotori).
- Società di intermediazione: grazie ai loro estesi contatti riescono facilmente a reperire i fondi necessari.
- Fondi di investimento: mirano, grazie alla SPAC, a diversificare i propri investimenti e così cogliere opportunità ad alto potenziale di remunerazione.
- Altre società e investitori che possono individuare nella SPAC un'opportunità che esuli dalla loro principale attività (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*D'Alvia D., 2014*) (*Datar, V. - Emm, E., 2012*).

Dunque, ancora prima della nascita della *Special Purpose Acquisition Company*, sarà necessario che si definisca un nucleo iniziale (i *promoters*) con indubbie doti e conoscenze affini alla materia e che soprattutto abbiano un'alta credibilità, che risulterà di vitale importanza, sia per la fase della raccolta del capitale, che della quotazione e infine della fusione con il *target*.

Una volta che i *promoters* si saranno accordati, essi dovranno, durante la fase di costituzione della SPAC, iniziare a corrispondere le varie somme per formare il capitale sociale iniziale e che in seguito servirà a coprire i primi costi legati alla costituzione e all'amministrazione della stessa (*D'Alvia D., 2014*) (*Jenkinson T. - Sousa M., 2007*). È importante sottolineare che, in caso di insuccesso della SPAC, una buona parte di tali somme non potranno essere recuperate dagli interessati (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*Sjostrom W.- William K., 2008*). Infatti, va ricordato che per gli amministratori, ossia per i fondatori, non è previsto alcun compenso per l'attività svolta all'interno della società. La remunerazione sarà costituita in larghissima parte dai titoli posseduti dagli stessi che assumeranno valore solo nel caso in cui la SPAC dovesse riuscire a raggiungere il proprio oggetto sociale, ossia la fusione (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*).

Dopo aver fissato il prezzo, risulterà di vitale importanza l'identificazione degli investitori per la SPAC (*Lakicevic M. - Vulcanovic M., 2013*). Dunque, verranno organizzati degli incontri (*road show*) dove alcuni *founders* presenteranno in maniera dettagliata la società (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*). In tali sedi gli elementi chiave saranno due:

- La presentazione dei fondatori, che saranno soggetti di alta caratura e degni di fiducia.
- Il saper mostrare le opportunità che la SPAC offre (*Burcheri Haghnejad D., 2019*).

Di norma gli investitori maggiormente interessati alle SPACs si possono individuare nei fondi di *private equity* e negli *hedge fund*, ciò è giustificato dal fatto che in quelle essi possono rintracciare buone prospettive di guadagno mediante la quotazione della società *target* (*Datar, V. - Emm, E., 2012*) (*Heyman Derek K. H., 2007*). Infatti, essendo le SPACs per natura, almeno fino alla proclamazione della società con cui avverrà la fusione, così generali, esse saranno protette dalle oscillazioni del mercato che avvengono nei differenti settori (*Milan L. – Milos V., 2011*).

2.1.1.1 – Il prospetto informativo

Un altro passaggio preliminare, ma che di fatto rappresenta le fondamenta della società, è rappresentato dalla redazione del prospetto informativo o di collocamento, dove i fondatori saranno tenuti a classificare la società appena costituita (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*). Tale testo si caratterizza per essere molto corposo, infatti al suo interno viene spiegato nel dettaglio, sia il futuro processo di trasformazione che dovrà sostenere la SPAC, sia come sarà sostenuta la ricerca della società *target* entro un tempo determinato e ovviamente definito al suo interno (*Burcheri Haghnejad D., 2019*) (*Basso F., 2013*). Una sezione sarà dedicata alle esigenze finanziarie indicando i valori economici che si intenderanno raggiungere con l'IPO e quindi orienterà la SPAC a ventagli più o meno ampi delle società *target* e come queste somme verranno impiegate in caso di esito finale positivo o negativo della società stessa (*James M., 2017*) (*Donativi V. – Corigliano P., 2010*). Inoltre, saranno indicati i nominativi degli amministratori con i loro differenti *backgrounds* di provenienza, la classificazione dei titoli che verranno emessi in fase di IPO, i settori e i vari criteri che verranno usati come guida per l'identificazione delle società papabili per l'acquisizione (*D'Alvia D., 2014*) (*Heyman Derek K. H., 2007*). Un'addizionale sezione del prospetto è caratterizzata dalla presenza di un'esplicita dichiarazione di come i *promoters*, non potendo dedicarsi a tempo pieno alla SPAC, convoglieranno solo poche ore lavorative alla settimana allo sviluppo di questa e in più sottolineeranno come non sia possibile escludere che possano sorgere alcuni conflitti di interesse. Per finire, legato a quello di cui abbiamo appena parlato, ci sarà una sezione dedicata ai rischi che caratterizzano l'investimento nella SPAC (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*) (*Basso F., 2013*).

Redatto il prospetto informativo, questo andrà depositato presso la CONSOB (*Consiglio dei ministri, 2013*) (*Banca d'Italia, 2013*); e una volta portati avanti i dovuti accertamenti e nel caso non fossero presenti eventuali irregolarità, entro venti giorni, esso potrà considerarsi valido (*CONSOB, 2014*). Ricevuto l'avallo del prospetto sarà necessario prendere contatto con la società che gestisce il mercato in cui si intenderà quotare la SPAC e ovviamente sottoporre il documento ai dovuti ulteriori controlli e accertamenti (*Milan L. – Milos V., 2011*).

In più, recentemente, all'interno di alcuni prospetti informativi o statuti, hanno iniziato a presentarsi alcune novità. Per esempio, l'eliminazione del diritto di voto degli azionisti in materia di *business combination* o anche di aumentare le così dette soglie di rigetto (si sottolinea come i citati accorgimenti siano da intendersi solo come eventuali e non come prassi) (Ritter R. J., 1986). Tali novità sono state introdotte per cercare di combattere azioni scorrette o aggressive da parte di investitori istituzionali e per rendere più fluida e sicura l'approvazione della società *target* in sede assembleare (Conca W. - Riccardi V., 2009). Ovviamente, per contro, per cercare di livellare tali squilibri le società hanno contemporaneamente rafforzato i diritti di recesso per i soci dissenzienti (Melzer P., 2011).

Per concludere molto spesso vengono inserite all'interno dello statuto clausole che servono ad evitare il costituirsi di situazioni pericolose in seno alla cabina di regia. Infatti, potrebbe succedere che gli azionisti, cercando di ottenere proventi a breve termine, spingano per l'allontanamento di parte del *management*, potendolo così sostituire con uno a loro più congeniale e facendo sì che esso possa, per esempio, deliberare sulla distribuzione di utili prima del tempo (Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018) (Forestieri G., 2014).

2.1.2 - L'offerta pubblica iniziale

Una volta costituita la società, il passo successivo sarà rappresentato dall'offerta pubblica iniziale (Lakicevic M. - Vulcanovic M., 2013). La suddivisione del capitale, in sede di IPO, sarà ripartita per circa il 20% ai soggetti fondatori o *promoters* e il restante 80% immesso sul mercato per raccogliere i fondi necessari (James M., 2017). Notiamo anche come l'esborso iniziale che i *promoters* dovranno sostenere sarà di entità notevolmente inferiore, di norma un centesimo ad azione, rispetto a quello che gli investitori sosterranno in fase di IPO della SPAC, che mediamente si attesterà sui 10 euro per titolo. Infatti, le azioni sottoscritte dai fondatori in sede di costituzione hanno natura differente da quelle che verranno, grazie all'aumento di capitale, offerte sul mercato. Esempi lampanti sono che le prime non presenteranno il diritto di voto in assemblea e in caso di liquidazione

per mancanza dell'accordo sulla *business combination* non si vedranno restituite le somme versate in fase di costituzione. Inoltre, le azioni dei soci fondatori non potranno essere messe in commercio fino al momento in cui l'accordo di fusione non verrà ultimato (Donativi V. - P. Corigliano P., 2010).

Tali limiti servono a svolgere un ruolo di motivazione per i *promoters*, che così, per evitare perdite, cercheranno di svolgere al meglio i propri compiti per portare a termine l'obiettivo, investendo i fondi ottenuti in un valido progetto e al medesimo tempo avranno anche la funzione di tutela per gli investitori.

Un'altra problematica che potrebbe sorgere è quella del conflitto di interesse (che esploreremo in via approfondita nel capitolo successivo) tra il *management* e la SPAC stessa. Tale conflitto potrebbe nascere nel momento in cui i fondatori (come quasi sempre accade) oltre a gestire la nascita della società si occuperanno anche di altre aziende (D'Alvia D., 2014) (Lewellen S. M., 2008). Per ovviare a questo problema, agli investitori è riservato un diritto di prelazione su opportunità di investimento che essi riterranno migliori e più proficue tra quelle esaminate dai fondatori-*managers* della società.

Ma facendo un passo indietro, ossia *post* costituzione ma *ante* quotazione, il *management* della SPAC, dovrà adempiere a vari doveri in previsione della quotazione della società, che di fatto, insieme alla fusione del *target*, rappresenta una delle due fasi più delicate (Donativi V. – Corigliano P. 2010).

Per quanto riguarda il processo di preparazione alla quotazione, che mediamente richiede un arco temporale di circa tre mesi, la SPAC dovrà occuparsi di organizzare e presentare tutta la documentazione necessaria. Tuttavia, tale processo risulterà più rapido e semplice in confronto agli obblighi che una normale società dovrebbe assolvere in fase di preparazione di ordinaria IPO (Sjostrom W.- William K., 2008). Ciò è dovuto al fatto che la SPAC, oltre alla costituzione della stessa, non ha sostenuto altre operazioni di gestione e dunque non ha nulla da presentare agli enti competenti di sorveglianza preposti.

I requisiti da soddisfare prima di presentare la domanda di quotazione per il mercato prescelto sono:

- Deliberare sull'aumento di capitale, per poter poi diffondere titoli e *warrant*.
- Deliberare il prospetto sul circolante dei titoli che verranno emessi.
- Deliberare e poi nominare gli *advisors* finanziari scelti.
- Deliberare e poi nominare gli *advisors* legali scelti.
- Deliberare e poi nominare lo *sponsor* scelto (ovvero l'intermediario che si occuperà di verificare la fattibilità dell'operazione e dell'assistenza alla SPAC in ogni sua fase di vita, compreso il collocamento dei titoli) (CONSOB, 2014).
- Deliberare e poi scegliere la società di revisione (*Legal Upade, 2018*).

Una volta adempiuto a tali doveri sarà possibile presentare domanda di quotazione che verrà presa in esame della CONSOB (*Legal Update, 2018*).

Nel caso di esito negativo sarà necessario o ritornare su alcuni dei passaggi sopraelencati, rivedendoli, o rifare da capo il processo stesso. Mentre, se l'esito sarà positivo, la SPAC potrà pubblicare il prospetto informativo sull'IPO con il fine ultimo di informare i potenziali investitori sulle operazioni in corso della società e sulle sue prossime mosse.

Passando ora all'IPO vera e propria, primo passo da compiere, in realtà molto semplice, sarà quello di fissare il prezzo a cui le *unit* verranno offerte sul mercato (*Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018*). Il prezzo, che viene convenzionalmente fissato intorno ai 10 euro per *unit*, è tale per il semplice fatto che non esiste una vera e propria attività suscettibile di valutazione economica, se non l'organizzazione stessa della SPAC.

2.1.2.1 – Le Unit e lo Sponsor

L'ultima fase dell'offerta pubblica iniziale consiste nella negoziazione delle *unit* (*Tran, A. L., 2009*). Tali *unit* verranno vendute allo *sponsor*, di norma ad un prezzo inferiore a quello fissato in origine (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*) (*Lakicevic M., 2013*). Il ruolo di *sponsor* potrà essere assegnato ad un ente, già individuato in base a quanto detto in precedenza, a banche o in alternativa ad altri soggetti autorizzati

per il collocamento sul mercato di strumenti finanziari. Ciò che attrae principalmente l'intermediario ad avvicinarsi alla società resta senza dubbio la possibilità di guadagno, che normalmente si aggira sul 10% del totale. Tuttavia, oggi è ormai prassi che tali commissioni vengano percepite in parte al completamento dell'offerta pubblica iniziale e la restante pagata solo in seguito alla fusione con il *target*, così che l'intermediario stesso venga coinvolto nel rischio di insuccesso della SPAC (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*).

L'accordo intercorrente tra la società e l'intermediario prende il nome di *firm-commitment* (specifico accordo fra le due parti) con obiettivo di far sì che la società riesca ad ottenere un ammontare di risorse entro un preciso termine temporale. Tale accordo, che sarà stato stipulato precedentemente alla presentazione della domanda di quotazione, avrà effetto solo nel momento in cui quest'ultima sarà stata accettata dall'ente di vigilanza e prevederà che lo *sponsor* debba acquisire un ben specificato numero di *unit*, che in seguito dovrà andare a collocare sul mercato. È bene ricordare anche come le modalità di contrattazione non siano standardizzate e dunque come sia possibile stipulare contratti atipici. In più si fa notare come nella maggior parte dei casi gli intermediari coinvolti come *sponsor*, siano di ridotte dimensioni o di non primaria importanza. Questo avviene, in primo luogo, a causa della dilazione del pagamento, esponendo gli intermediari ad un rischio più elevato. Ovviamente con il passare degli anni anche i maggiori *advisors* stanno iniziando a adottarle sempre più spesso (*Banca d'Italia, 2013*) (*Banca d'Italia, 2014*).

Va ricordato inoltre che le *unit*, tipicamente, sono composte da un'azione ordinaria e da un *warrant* o una frazione di esso (*Peveraro S., 2010*). Questa struttura è stata fatta in modo tale da rendere le SPACs più attrattive se paragonate ad altre tipologie di società. Dunque, l'aggiunta di tale privilegio (ossia il *warrant*) conferisce la possibilità, a coloro che acquistano le *unit*, di esercitare tale potere nel momento in cui si avrà l'aumento di valore delle azioni, oltre al fatto che azioni e *warrant* posseggono profili di rischio, di natura e di rendimento differenti (*Rodrigues U. - Stegemoller M., 2013*). L'azione ordinaria darà diritto all'investitore, che al momento dell'acquisto diverrà socio, di percepire i relativi dividendi, di votare nelle assemblee e quindi di poter esprimere il proprio parere al momento della scelta della società *target* (*Melzer P., 2011*). In più un

ulteriore potere da attribuire alle *unit* risiede nella possibilità di decidere se restare nella società fino al termine delle operazioni o se farsi rimborsare le quote versate con tanto di maggiorazione degli eventuali interessi maturati.

Parallelamente il potere che i *warrant* conferiscono al socio risiede nella possibilità di sottoscrivere nuove azioni emesse dalla società ad un prezzo predefinito rispetto a quello *standard* di mercato. Va anche specificato che esistono due tipologie di *warrant*, ossia gli *sponsor warrant*, che saranno quelli sottoscritti dai *promoters* e che mediamente devono almeno oltrepassare la soglia del 2% del totale, ed i *market warrant*, che sono i classici *warrant* legati alle azioni immesse sul mercato. Tuttavia, il potere di questi ultimi non potrà essere esercitato in qualsiasi istante a piacimento del socio, ma esclusivamente dopo il perfezionamento dell'acquisizione del *target* (ossia dopo la fusione) o in alternativa, se consentito, a decorrere da un ben preciso momento, di norma dopo un anno, successivo all'offerta pubblica iniziale, espressamente inserito all'interno del prospetto informativo della SPAC. Ad ogni modo è prassi comune che tale potere scada nel giro di cinque anni dall'emissione della *unit*.

Definite le tempistiche di impiego del *warrant*, il socio può, a propria discrezione, decidere se utilizzarlo o meno o se utilizzarlo in un secondo momento o in alternativa, venderlo separatamente dall'azione sul mercato. Infatti, in seguito all'IPO avviene la separazione tra azione e *warrant* e quest'ultimo assumerà un proprio valore e di conseguenza sarà negoziabile e scambiabile sugli appositi mercati. Inoltre, si sottolinea che la vendita sul mercato dei *warrant* può registrarsi anche prima che questi possano essere esercitabili sulla SPAC di riferimento.

Chi detiene *warrant* con uno *strike price* inferiore al prezzo di mercato dell'azione sottostante può trarre vantaggio dalla loro posizione "*in the money*". Acquistando le azioni al prezzo di esercizio del *warrant* e rivendendole al loro valore di mercato corrente, i possessori potranno realizzare un guadagno in *capital gain* dalla differenza tra questi due prezzi. Pertanto, i *warrant* si confermano come uno strumento efficace per incrementare la redditività delle operazioni azionarie, specialmente se il prezzo

dell'azione sale a seguito di un'acquisizione. Questa situazione si verifica quando lo *strike price* è più basso rispetto al prezzo corrente dell'azione sottostante.

È doveroso tenere a mente anche che all'interno del prospetto informativo della SPAC, può essere previsto che l'esercizio dell'opzione possa verificarsi senza che il socio, che eserciterà il *warrant*, debba versare alcun corrispettivo. Tale modalità è anche definita come "*cashless*". Più semplicemente tale peculiare casistica, prevede che l'attribuzione al socio delle nuove azioni avvenga a completo titolo gratuito e che il socio, dunque, non debba esborsare una nuova somma di denaro. Il criterio che verrà perseguito per l'attribuzione delle nuove azioni prevederà la determinazione della ricchezza incorporata nel *warrant* e dunque, il valore della nuova emissione sarà pari a quello detenuto per socio. Tale ammontare sarà pari al valore dell'opzione che difatti equivarrà allo *strike price*.

Inoltre, all'interno del prospetto informativo della SPAC, si potrà prevedere anche una particolare clausola sul *warrant*. Tale clausola prevede che, nel momento in cui il prezzo delle azioni si dovesse collocare ad un valore superiore ad una determinata soglia, esplicitata nel prospetto, i *warrant* possano essere richiamati dalla società. Dunque, nel momento in cui il prezzo delle azioni dovesse superare il così detto *lock-in price*, la SPAC, avrà il diritto di poter riottenere, acquistandoli, tutti i *warrant* in quel momento in circolazione ad un prezzo assai contenuto, di norma di un centesimo per *warrant*.

2.1.2.2 – I Warrant

In questo sottocapitolo si analizzerà in modo più approfondito la natura ed il funzionamento dei *warrant* della SPAC, strumenti finanziari che caratterizzano profondamente questa articolata tipologia di società. I *warrant*, se calati nel contesto delle SPACs rappresentano uno strumento finanziario di particolare interesse e una componente di significativa importanza all'interno della struttura di tali società (essi infatti attribuiscono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare ulteriori azioni ad un prezzo predeterminato, solitamente di poco superiore al prezzo fissato in sede di IPO). Dunque,

tale meccanismo, può sia amplificare la potenzialità di rialzo dell'investimento, che, al medesimo tempo, comportarne un significativo ribasso.

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

Ma quali sono le caratteristiche che rendono particolarmente appetibili per gli investitori questi strumenti finanziari e che effetti avranno a seconda della natura dell'investitore stesso? Innanzitutto, (e tale verità vale per ogni tipologia di investitore) i *warrant*, che assieme alle azioni formeranno le *unit*, rappresenteranno un importante mezzo mediante il quale sarà possibile beneficiare della leva finanziaria. Inoltre, per l'emittente, l'esistenza ed il successivo esercizio delle opzioni rappresenterà un'importante mezzo per attrarre nuovi investitori e quindi apportare nuovo capitale per la crescita della società. Tuttavia, è sempre necessario che i fondatori tengano in considerazione e soppesino l'afflusso di nuovi capitali con la diluizione delle azioni, per via delle nuove emissioni. Anche gli investitori istituzionali avranno le loro particolari strategie di sfruttamento dei *warrant*, come per esempio utilizzarli per coprire le proprie posizioni o acquisendoli in grande quantità per schermarsi dal pericolo del ribasso del titolo. Inoltre, anche nella casistica nella quale il valore delle azioni dovesse scendere sotto il premio per l'esercizio del *warrant*, essi, se dovessero rimanere inutilizzati, scadrebbero, ma in tal casistica, la perdita sarebbe costituita solamente nell'opportunità persa senza altre conseguenze. Nonostante l'allettante prospettiva che i *warrant* conferiscono a chi li detiene, resta di fondamentale importanza che gli interessati, prima della delibera sulla *business combination* o dell'eventuale rescissione, conducano, ove possibile, un'accurata analisi di *due diligence*, poiché, infatti, il successo o meno del loro investimento sarà indissolubilmente legato all'andamento economico del *target*. Inoltre, ovviamente, parlando di investimenti, non è possibile basarsi su garanzie assolute e ancor di più se ci si riferisce ad uno strumento particolarmente complesso come la SPAC. Dunque, comprendere e analizzare i meccanismi, le peculiarità e i rischi dei *warrant* rimane di vitale importanza per decidere, anche sulla partecipazione o meno in una SPAC. Perciò, sarà necessario svolgere un'equilibrata valutazione e ponderazione sulla pianificazione strategica dell'impiego dell'opzione per massimizzare il profitto ed evitare perdite

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

Alcuni degli elementi caratterizzanti del *warrant* sono:

- Di essere emessi in sede di IPO della SPAC. Comunemente viene emesso un *warrant* per azione o una frazione di esso per azione.
- Il suo prezzo di esercizio è di norma fissato ad un valore leggermente superiore in confronto al prezzo dell'azione in sede di IPO.
- Essi posseggono una data di scadenza dopo la quale perdono di efficacia.
- Dopo l'IPO i *warrant* vengono spesso negoziati in modo separato dalle azioni andando a generare un mercato parallelo.
- Nel momento di esercizio dell'opzione, la società emetterà nuove azioni, il che potrà andare a diluire il potere dei precedenti azionisti.
- I *warrant* sono dotati di termini e condizioni specifici che ne determineranno il comportamento in vari scenari.
- Le società potranno richiedere il rimborso dei *warrant* dopo che le azioni saranno state scambiate al di sopra di un determinato prezzo per uno specifico e predeterminato periodo di tempo.
- I titolari delle sole opzioni non avranno diritto né di voto né di ricevere dividendi;
- I *warrant* potranno registrare una crescita esponenziale di valore se il prezzo delle azioni aumenteranno in maniera significativa in seguito alla fusione.
- Sarà opportuno tenere anche conto che i *warrant* posseggono anche un valore temporale che mediamente diminuisce con l'avvicinarsi della data di scadenza.

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

Idealmente, un investitore dovrebbe esercitare i *warrant* quando il prezzo corrente delle azioni è sostanzialmente superiore al prezzo di esercizio, garantendo un profitto. Tuttavia, questa decisione non è sempre semplice a causa della volatilità del mercato e della natura speculativa delle SPACs. Gli investitori dovranno dunque valutare il potenziale di ulteriori apprezzamenti rispetto al rischio di detenere un *warrant* fino alla scadenza.

Dopo aver analizzato il funzionamento e le peculiarità dello strumento finanziario in questione diviene utile parlare di come essi possano influire sulle valutazioni della SPAC:

- In *primis* essi potranno aumentare la liquidità della società.
- Quando i *warrant* verranno esercitati, aumenterà il numero di azioni in circolazione, il che porterà a diluire il valore delle azioni esistenti. Questa diluizione è un fattore critico del quale analisti e investitori dovranno tener conto.
- L'effetto leva dei *warrant* farà sì che il loro valore sia altamente sensibile alla volatilità del titolo sottostante. Dunque, l'elevata volatilità potrà portare a valori più elevati, che potranno incidere sulla valutazione complessiva della SPAC.
- I termini del *warrant*, compreso il prezzo di esercizio e la data di scadenza, svolgeranno un ruolo cruciale per la sua valutazione. Un *warrant* con una data di scadenza lontana offre al titolare una finestra di esercizio più lunga, aumentandone potenzialmente il valore.
- I cambiamenti normativi potranno influire sull'attrattiva dei *warrant*. Ad esempio, se gli organismi di regolamentazione imponessero regole più severe sulle SPAC, ciò potrebbe portare a una diminuzione del valore futuro dell'opzione.

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

Questi titoli, inoltre, rappresenteranno un'arma a doppio taglio in materia di valutazione di una SPAC; infatti, la loro presenza renderà decisamente più complessa l'attività di valutazione della stessa. In aggiunta sia con il panorama delle SPACs che con quello della negoziazione di *warrant*, ma anche con le traiettorie delle normative in materia in rapida evoluzione, si osserverà un modificarsi delle dinamiche di mercato. A loro volta queste nuove tendenze svolgeranno un ruolo cruciale nell'evoluzione e la diffusione delle SPACs. Proprio per questa ragione di seguito sono riportati alcuni approfondimenti da considerare sul futuro delle SPACs e sulla negoziazione dei *warrant*:

- Nuove normative potrebbero richiedere reporting e proiezioni finanziarie più rigorose, che a loro volta potrebbero ridurre la natura speculativa degli investimenti nelle SPACs e dunque, sulla negoziazione dei *warrant*.
- Man mano che gli investitori diventeranno più informati sui meccanismi e sui rischi dei *warrant*, si potrà osservare una messa in opera di un approccio più

incisivo alla negoziazione, concentrandosi più sul valore a medio-lungo termine che sulla speculazione a breve.

- Le innovazioni *fintech* potrebbero semplificare il processo di negoziazione delle opzioni, rendendole più accessibili ed efficienti.

(<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

Per finire ora si elencheranno alcune strategie per massimizzare i rendimenti ottenibili mediante l'esercizio del *warrant*:

- Decidere quando esercitare i *warrant* può influire notevolmente sui rendimenti. Spesso è vantaggioso attendere fino all'avvicinarsi della data di scadenza, a condizione che il prezzo delle azioni della SPAC sia superiore al prezzo di esercizio, per massimizzarne l'effetto leva.
- L'utilizzo di *warrant* può ridurre il rischio ed aumentare la probabilità di poter ottenere un profitto significativamente più rilevante.
- Gli investitori esperti potranno andare a sfruttare i differenziali di prezzo fra le azioni e i *warrant*, soprattutto in mercati volatili o in presenza di notizie sul *target*.
- Gli investitori potranno anche utilizzare i *warrant* come strumento di copertura, acquistandoli insieme a posizioni corte in azioni SPAC per bilanciare il rischio del proprio portafoglio.
- Se il prezzo delle azioni sarà superiore al prezzo di esercizio, normalmente, sarebbe il caso di esercitarne il potere.
- Le tendenze positive potrebbero suggerire di mantenere l'opzione più a lungo, mentre le tendenze negative potrebbero indurre ad un esercizio anticipato.
- L'esercizio dei *warrant* potrebbe anche avere conseguenze fiscali.
- L'esercizio di *warrant* per acquisire e vendere azioni potrebbe essere un'opzione praticabile in caso di necessità di liquidità, mediante dunque un'azione di arbitraggio.
- Il *sentiment* degli investitori nei confronti delle SPACs può influenzare i prezzi dei *warrant*. Un mercato SPAC rialzista può portare a un prezzo eccessivo dei *warrant*, mentre un *sentiment* ribassista può creare opportunità di acquisto.

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>).

2.1.3 – Il fondo vincolato

Terminata la fase di raccolta del capitale mediante l'IPO, il passo successivo che la SPAC dovrà perseguire consisterà nel versare il denaro raccolto in un fondo caratterizzato dal vincolo di destinazione (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*). Tale passaggio sarà di vitale importanza, in quanto dimostrerà agli investitori la volontà di assicurare l'indisponibilità dell'intero patrimonio della SPAC per ogni azione che esuli dal progetto della stessa (*Banca d'Italia, 2014*) (*Kenton W., 2024*). All'interno del prospetto potrà essere previsto che tali somme possano essere investite in progetti *risk-free*, normalmente della durata compresa tra i diciotto e i ventiquattro mesi, così che il capitale non si eroda e possa accumulare margini di interesse (*Donativi V. – Corigliano P., 2010*) e che allo stesso tempo non sia esposto agli elevati rischi del mercato (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*D'Alvia D., 2014*).

Ovviamente tale strada rappresenta solo un percorso temporaneo che, pur garantendo una bassa remunerazione (intorno al 2%) (*Davidoff S. S., 2013*), sarà comunque caratterizzato da un rischio molto contenuto che eviterà di mettere a repentaglio l'integrità del capitale raccolto, indispensabile per poter portare a termine la *business combination* (*Lewellen S. M., 2008*) (*Melzer P., 2011*).

Bisogna inoltre ricordare che l'ammontare totale ottenuto e versato nel fondo vincolato si ottiene di fatto solo ed esclusivamente dal denaro ottenuto con l'IPO, che rappresenta circa l'80% del totale delle azioni. Infatti, il 20% spetta ai fondatori, che tuttavia hanno pagato tali azioni ad un prezzo estremamente contenuto (*Lewellen S. M., 2008*). Inoltre, da tale valore accumulato, sarà necessario decurtare tutte quelle spese legate alla gestione della SPAC.

In più, di norma, le somme ottenute da tali investimenti serviranno per coprire i costi di gestione e di ordinaria amministrazione, come a titolo di esempio non esaustivo, le somme necessarie per la ricerca delle potenziali società *target* (James M., 2017).

Il fondo vincolato rappresenta un importantissimo strumento di tutela e garanzia a favore degli investitori interessati nel progetto della SPAC (D'Alvia D., 2014). Infatti, esso presentando uno stringente e ferreo vincolo di destinazione, permetterà a tutti i soggetti coinvolti di sapere sempre e in modo repentino dove le somme costituenti il fondo stesso andranno investite e, fatto ancora più importante, che i promotori, ossia gli amministratori, non potranno andare ad impiegarle in modo differente da quello specificato sul prospetto informativo (Burcheri Haghnejad D., 2019) (Burcheri Haghnejad D., 2019).

Per terminare è doveroso sottolineare che nel caso in cui un socio non dovesse essere favorevole alla fusione proposta dai vertici di controllo della SPAC, potrà sempre, in sede assembleare, richiedere, ed ovviamente ottenere, la liquidazione, che comprenderà l'intero capitale dell'azionista (Donativi V. - P. Corigliano P., 2010) (Banca d'Italia, 2013). Tale processo avverrà *pro quota* rispetto all'effettiva partecipazione al fondo della società stessa, e se disponibili e previsto dal prospetto informativo della SPAC, degli interessi maturati nel periodo di giacenza della propria quota (James M., 2017). In più, per effetto del fatto che azioni e *warrant* circolano in modo separato, il socio interessato rimarrà ancora in possesso dei secondi e potrà, a suo piacimento o esercitarli o venderli sul mercato.

Per ovviare a questa problematica, che potrebbe divenire un vero e proprio impedimento per la fusione, se non portare anche al fallimento della SPAC, si potrà scegliere di fissare un obiettivo di raccolta del capitale maggiore rispetto a quello che si prevederà necessario per la fusione con il potenziale *target*. In tal modo in caso di *défaillance* il capitale totale rimarrà sufficientemente elevato per portare a termine lo *step* successivo.

2.2 – Identificazione della società target ed il ruolo dell'assemblea

Terminata la fase di costituzione e di IPO e quindi della formazione del fondo vincolato, la SPAC passerà alla seconda macro-fase (*Milan L. – Milos V., 2011*). In questo passaggio l'amministrazione si occuperà dell'esplorazione e ricerca della potenziale società *target* con cui fondersi o in alternativa acquistare e quindi liquidare la sua originaria proprietà (*James M., 2017*) (*Basso F., 2013*). Molto spesso tale fase viene accompagnata dall'ausilio e dal consiglio di consulenti esterni, a volte rappresentati anche dalla società *sponsor* (la stessa società che si è già occupata dell'IPO). Tale fase rappresenta la vera e propria caratterizzante, in quanto servirà a predisporre la società per la *business combination* della SPAC ed anche il passaggio di maggior durata. Inoltre, sarà necessario che l'amministrazione faccia uso di ogni sua conoscenza, tecnica, di *networking* e personale, di cui dispone per individuare il ventaglio di potenziali società (*Burcheri Haghejad D., 2019*) (*Ritter R. J., 1986*).

Da un punto di vista formale la ricerca del *target* inizia solo in seguito a ciò che si è esposto nei capitoli precedenti e prevede un periodo compreso tra i 18 e i 24 mesi, che però, potrà essere esteso di ulteriori 6, se necessario; tuttavia, ciò appare altamente poco funzionale e controproducente sul piano dei rendimenti (*Borsa Italiana, 2013*) (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*) (*Basso F., 2013*).

Difatti la ricerca del *target* con cui procedere con la fusione avviene fin dal momento in cui la SPAC è costituita, anzi, in molte casistiche anche prima della costituzione stessa. Tale affermazione è anche sostenuta da verità empiriche che vedono molto spesso la realizzazione della *business combination* poco dopo la chiusura dell'IPO, fatto poco realistico se si dovesse prendere come assunto che l'inizio della ricerca avvenga solo con la conclusione dell'offerta pubblica iniziale. Questo è possibile grazie al fatto che all'interno del prospetto illustrativo erano già stati indicati: il settore industriale o l'area geografica di interesse, ma anche le caratteristiche generali che il *target* doveva soddisfare e per finire i vari criteri generali di valutazione per la fusione o in alternativa

l'acquisizione. Tuttavia, è possibile che la SPAC venga costituita come generalista, ossia priva delle indicazioni sopra riportate, anche se ovviamente è sempre necessario che vengano individuate alcune linee guida. Tale scelta molto spesso appare vincente, proteggendo la SPAC dalle fluttuazioni di mercato legate ad un determinato settore. Al contrario a volte può spingere gli investitori ad allontanarsi da essa per via dell'eccessiva generalità che rende la SPAC di difficile valutazione. Oltre a questo ragionamento appare intuitivo come la società, oltre ad aver avviato la ricerca, abbia anche già stipulato accordi vincolanti.

Ma quali sono gli elementi che spingono, non solo la SPAC ad avvicinarsi al target, ma anche il target ad avvicinarsi alla SPAC? Un primo imprescindibile elemento è che le società che si andranno a fondere con la SPAC, potranno evitare di dover fornire quella documentazione finanziaria che ogni altra società dovrebbe presentare in stato di classica IPO (Heyman Derek K. H., 2007). Proprio tale elemento consente ai *target* di evitare fasi molto lunghe e anche costose da sostenere. Altro determinante fattore si può rintracciare nell'immediata disponibilità di liquidità di cui le SPACs dispongono, oltre ovviamente al valore aggiunto che si ottiene dalla grande esperienza e professionalità del *management* che di fatto entrerà in azienda (Cumming D., 2014).

Ad ogni modo alcuni elementi comuni che esulano da qualsivoglia linea guida indicata all'interno del prospetto informativo e che si possono rintracciare in esempi passati e che dunque rendono, da un punto di vista economico, appetibili i *target* per la SPAC, sono:

- Trovarsi in uno stadio di espansione.
- Presentare un rilevante e costante *cash flow*, anch'esso in aumento.
- Poter vantare una rilevante quota nel proprio mercato di riferimento.
- Detenere una catena di comando solida e professionale.
- Essere una società privata e non ancora quotata.

(Borsa Italiana, 2013) (Lakicevic M., 2013).

L'identificazione del possibile ventaglio inizia sempre con l'invio di alcune lettere, definite "lettere di confidenzialità" (Banca d'Italia, 2009). Esse consisteranno in un accordo di riservatezza, dove le due parti esplicheranno lo stato di avanzamento della

trattativa ed ovviamente si impegneranno a non usufruire delle informazioni ottenute una dall'altra, al di fuori della trattativa stessa. A questo punto, diminuito il numero di possibili società, si passerà alla successiva fase, ossia alla "lettera di intenti". Con essa diverrà pubblico l'intento di procedere con la fusione-acquisizione del *target* da parte della SPAC e dunque di quali modalità verranno adottate per proseguire nelle trattative. Infine, si giungerà alla terza ed ultima fase, ossia la *due diligence*, che prevederà un controllo minuzioso ed approfondito del reale stato di "salute" del *target* scelto (Tran, A. L., 2009), così che se ne possa definire il reale valore economico che verrà posto al centro della fase di fusione o acquisizione (Melzer P., 2011).

Una volta ricavati tutti i parametri suscettibili di valutazione economica, verrà formulato l'accordo fra le due parti e verrà così chiamata in causa l'assemblea dei soci (Consiglio dei ministri, 2013).

A questo punto, una volta individuata la società con cui sarebbe possibile operare, è necessario che l'amministrazione si occupi di (D'Alvia D., 2014):

- Redigere una lettera di intenti indirizzata al *target* (Conca W. - Riccardi V., 2009).
- Fornire comunicazione a tutti gli azionisti che è stato individuato un possibile *target*.
- Fornire agli azionisti informazioni sulla società individuata così che possano decidere se appoggiare o meno la fusione/acquisizione (Melzer P., 2011).
- Convocare l'assemblea dei soci per deliberare sulla proposta presa in esame.

(Milan L. – Milos V., 2011).

Prima dell'assemblea, i soci avranno naturalmente la facoltà di visionare tutti i termini dell'accordo e ogni dato economico-giuridico-finanziario riguardante il *target* preso ad esame (Lakicevic M., 2013).

Durante l'assemblea per la votazione sul destino della SPAC, lo *sponsor* ragionerà in due differenti maniere per le quote sottoscritte (James M., 2017) (Banca d'Italia, 2014). In particolare, per quelle sottoscritte durante la costituzione, si impegnerà a votare al medesimo modo in cui voterà la maggior parte dei soci. All'opposto, per le eventuali

quote sottoscritte al termine dell'IPO voterà in modo favorevole alla *business combination* e quindi al buon esito del processo della SPAC (Paoletti A., 2010).

Arrivati a tale fase si possono verificare due scenari. Il primo dove la maggioranza dei soci rigetti la proposta della direzione della SPAC e che quindi non si possa procedere con lo *step* successivo o in alternativa che la scelta proposta venga accolta (Cumming D., 2014).

Nel primo caso, ossia di delibera negativa, il management può, nel perentorio limite di 24 mesi, o cercare un nuovo *target* o procedere con la liquidazione del capitale depositato nel fondo vincolato (Lewellen S. M., 2008) (Cumming D., 2014). Ovviamente è necessario che la fase di liquidazione sia subordinata, e che dunque segua le imprescindibili norme dettate dalla società di vigilanza (Banca d'Italia, 2009). Da questo punto di vista, nel tempo, si sono registrate evoluzioni, in particolare per la tutela delle quote dei vari investitori non istituzionali. Infatti, all'albore del diffondersi delle SPACs nel mercato italiano, queste erano diffuse (anche perché solamente lì accettate) solo nei mercati non regolamentati e dunque tutelate e supervisionate da normative più blande o addirittura incomplete (Lewellen S. M., 2008).

La liquidazione avverrà anche nella casistica in cui, nei termini prestabiliti, non siano pervenute alcune proposte di fusione o acquisizione, anche se è sempre possibile, su approvazione degli azionisti, deliberare per un eventuale allungamento del tempo a disposizione per l'individuazione di una possibile società con cui procedere con la fusione. Nel secondo caso invece, la SPAC, avendo ricevuto esito positivo, potrà portare a conclusione ed approvare tutti quegli atti costitutivi che difatti convertiranno quest'ultima in una classica società operativa (Tran, A. L., 2009). Inoltre, il *management*, assistito da legali e dallo *sponsor*, provvederà a redigere un nuovo modulo e dunque a notificare l'emissione di titoli che serviranno a perfezionare la ormai imminente *business combination*.

A seconda dell'ammontare della quota del fondo vincolato di cui la SPAC usufruirà, essa potrà essere catalogata in due differenti categorie:

- *Qualified Business Combination.*
- *Simple Business Combination.*

La prima possibilità prevede che la SPAC usufruisca per l'investimento di una o più soluzioni, di una percentuale predefinita all'interno del prospetto informativo, di norma superiore al 70% del totale. Mentre nel caso in cui la somma sia inferiore a tale soglia essa sarà catalogata all'interno della seconda categoria. Nel primo caso la SPAC avrà adempiuto al suo dovere entro il termine e dunque non potrà essere messa in liquidazione e potrà liberamente usufruire delle eventuali disponibilità di denaro non ancora utilizzate. Al contrario, nel secondo scenario, che dunque prevede che nel tempo prefissato la SPAC non sia riuscita a spendere quanto previsto, il denaro ancora presente nel fondo, dovrà rimanere fermo fintanto che la soglia di spesa prevista non verrà raggiunta. Tale meccanismo rappresenta un'ulteriore forma di tutela per gli investitori.

Va notato come un altro elemento fondamentale che la SPAC deve soddisfare, e che si presenta come perentoria necessità, è che essa debba raggiungere l'impiego di almeno l'80% del capitale del fondo vincolato, pena la liquidazione della stessa. Inoltre, è possibile che la società *target*, invece di essere solo una, possano essere due o più, anche se ovviamente è maggiormente raro.

Prendendo per buona la seconda casistica, si potrà ora passare a parlare di fusione o di acquisizione con la relativa liquidazione. Ovviamente prima di passare a questa fase è necessario che i vertici della SPAC ricevano l'autorizzazione da parte dei soci in sede assembleare. Prima della chiamata all'assemblea verranno svolti dei veri e propri incontri fra il *management* e i vari azionisti per sensibilizzarli sul *target* e sostenere la bontà dell'operazione. Durante i suddetti incontri verranno fornite, in modo dettagliato, le informazioni sull'operazione sostenuta dai vertici aziendali e anche sul *target* con cui si è intenzionati a portare a termine la procedura. Ovviamente l'obiettivo ultimo sarà quello di persuadere gli azionisti ad appoggiare il "sì" in assemblea per poi procedere con la fusione.

Questa fase rappresenta un passaggio molto delicato nel rapporto che intercorre fra la SPAC e il *target*. Infatti, nel caso in cui l'assemblea dei soci non dovesse deliberare in modo positivo sulla *business combination* o che il processo vada per le lunghe, saranno state divulgate sul mercato sensibili informazioni sulla società interessata. Tutto ciò, infatti, renderà assai complicato una possibile futura ricerca di un differente potenziale acquirente per la stessa (Riemer D. S., 2007).

Esiste una via per evitare il problema appena esposto. Infatti, la direzione della SPAC, può richiedere un giudizio preliminare, che in sede assembleare vincolerà i soci a deliberare in modo positivo sulla fusione-acquisizione, mediante l'imposizione di un vincolo di riservatezza. In tal modo se il giudizio espresso dovesse apparire come favorevole, si procederà con la raccolta dei dovuti impegni vincolanti dei vari azionisti all'appoggio dell'operazione. Così il rischio, per il *target*, di ricevere un esito negativo in sede assembleare, risulterà assai ridotto.

La *business combination* risulta approvata nel momento in cui avrà ricevuto valutazione positiva da almeno il 50% +1 del capitale sociale sottoscritto. Ovviamente tale regolamento sarà quello applicato di *default*, che tuttavia potrà variare a seconda del contenuto del prospetto informativo che sarà differente da SPAC a SPAC. Non è difficile comprendere come, nonostante possa essere sufficiente il 50% +1 del capitale affinché la delibera possa essere accolta, sia buona norma che la soglia di percentuale di approvazione vada oltre tale valore; infatti, si può rischiare che maggioranze risicate possano portare ugualmente alla non buona riuscita dell'operazione, per esempio per insufficienza del capitale disponibile e quindi mancanza di risorse soddisfacenti per poter portare a compimento l'operazione (Rodrigues U. - Stegemoller M., 2013). Ad ogni modo è necessario che i voti contrari non superino un valore tra il 30 e il 40% (anche questo suscettibile di variazione a seconda del prospetto informativo).

A tal punto al *management* si paleseranno tre opzioni:

- Ricercare nuovi investitori.
- Ricorrere al debito per coprire la quota mancante di denaro.
- Ridimensionare l'operazione in termini quantitativi.

Ovviamente, come anche in precedenza già espresso, ai soci dissenzienti è sempre riservata la possibilità di richiedere il rimborso delle somme investite maggiorate degli interessi. Si sottolinea come la liquidazione sia contemplata solamente nel caso in cui venga presa finale delibera positiva sulla fusione/acquisizione del target.

Tornando al momento assembleare potrà sempre verificarsi che alcuni soci, vista la sorte incerta della delibera, possano provare ad attuare comportamenti poco corretti cercando di ottenere personali vantaggi economici. Ovviamente il *management* potrà seguire determinate strategie per vincere tali comportamenti, come per esempio:

- Inserire nello statuto soglie di detenzione di capitale oltre il quale il voto negativo di un socio diviene nullo.
- Incentivare, mediante accordi *ad personam*, il sostegno alla *business combination*.

Nel loro operare le SPACs hanno larga discrezionalità, sia sugli obbiettivi sia su come raggiungerli (*James M., 2017*). Per esempio, non è detto che debbano sempre mirare all'acquisizione di maggioranza del *target*. Il suo intervento può anche limitarsi all'acquisizione di quote o all'immissione di liquidità all'interno della società (*Borsa Italiana, 2013*).

2.3 – La fusione

Una volta che la *business combination* sarà approvata in sede assembleare, l'insieme del capitale raccolto nel fondo vincolato, sarà reso disponibile al *management* per la fase immediatamente successiva alla raccolta, ossia la fusione (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*).

È bene specificare come la fusione possa essere diretta o inversa (*Tran, A. L., 2009*). La prima casistica prevederà che sia la SPAC ad incorporare la società *target*, mentre la seconda prevede l'esatto opposto (*Paoletti A., 2010*). Da notare come nel primo scenario si assisterà ad una soluzione di continuità dal punto di vista della quotazione sul mercato,

all'opposto, nel secondo scenario si renderà necessario un vero e proprio nuovo processo di quotazione. Ovviamente sarà poi quasi sempre la prima opzione ad essere adottata (*Sjostrom W.- William K., 2008*).

Altro effetto che si verifica con la fusione o acquisizione è che prima di tale passaggio la SPAC non potrà essere definita come società operativa. Solo in seguito, e si specifica che a quel punto si parlerà di una sola impresa, assumerà la classificazione di società operativa e quotata. In più è necessario fare un'osservazione sulle maggioranze che si andranno a costituire all'interno della società oggetto della SPAC. Infatti, è prassi comune, ma non regola perentoria, che la maggioranza del capitale sociale resti in mano a coloro che erano gli azionisti del *target* (*Paveraro S., 2010*).

CAPITOLO 3: ANALISI POST QUOTAZIONE DELLA SPAC

3.1 – Differenze *post* quotazione tra le SPACs europee e statunitensi

Il numero di SPACs europee che sono state costituite e che in seguito sono andate a buon fine o meno è di valore visibilmente inferiore rispetto a quelle realizzate negli Stati Uniti d’America (*Campo T., 2011*). Tuttavia, l’entità dei fondi che vengono raccolti in Europa, è mediamente maggiore rispetto all’ammontare corrispettivo USA, con un differenziale che si aggira intorno ai 30 milioni di dollari (*Lewellen S. M., 2008*). Altra differenza si può rintracciare nei valori minimi e massimi di raccolta. Nel contesto europeo e dunque italiano, la differenza tra le raccolte più corpose e quelle più limitate è infatti molto maggiore se confrontata con la differenza media statunitense che invece resta più raccolta sulla mediana (*Legal Update., 2012*). Ultimo tratto distintivo, sempre in termini quantitativi, consiste nella dimensione delle transazioni, che mediamente, ancora una volta, appare di maggior entità nel mercato europeo (*Anzolin E., 2012*) (*Milan L. – Milos V., 2011*).

Al termine di questo paragrafo potrebbe sembrare che di fatto le SPACs siano riuscite a far presa all’interno del vecchio continente, tuttavia, nonostante i dati di cui sopra, è doveroso parlare del rapporto fra i profitti ricavati e le dimensioni in termini monetari della SPAC. Infatti, tale valore appare di circa 2,25 volte maggiore negli USA in confronto al contesto europeo (*Campo T., 2011*).

Approfondendo maggiormente le diversità intercorrenti tra i due mercati, si può notare come in Europa il valore minimo di mercato, ossia il valore che il ventaglio di società *target* deve possedere, sia, per via di specifiche norme dei regolamenti di mercato, inferiore rispetto al corrispettivo statunitense. Dunque, di fatto, la differenza si rintraccia

nella soglia prefissata, che darà poi la possibilità o meno di poter procedere con l'acquisizione del *target*.

Continuando sugli aspetti prettamente qualitativi, altra differenza si evidenzia nell'opportunità di poter, già prima dell'offerta pubblica iniziale, cominciare a stipulare i primi accordi con il *target*. Come già affrontato nel capitolo secondo, tale libertà è permessa solo nel mercato europeo e quindi italiano, cosa che invece risulta assolutamente negata in quello statunitense (*Campo T., 2011*) (*Donativi V. – Corigliano P., 2010*) (*Peveraro S., 2010*). Ovviamente questa impostazione di base dei regolamenti rende senza dubbio più flessibile il processo, aumentando anche le possibilità di buona riuscita della SPAC. Evidente conseguenza di queste due impostazioni è anche il tempo necessario che intercorre tra la formalizzazione della società e l'annuncio della *business combination*, che nel mercato del vecchio continente risulterà nettamente inferiore (*Cumming D., 2014*).

3.2 – Il valore dei titoli

Appare naturale all'interno della vita di una SPAC, ma del resto ciò accade anche in ogni altra grande società, che il valore delle azioni possa subire forti oscillazioni nel momento in cui si verificheranno determinati eventi (*Banda d'Italia, 2014*) (*Lakicevic M. - Vulcanovic M., 2013*). Eventi che potranno o derivare direttamente dalla vita della stessa SPAC o magari, pur provenienti dall'esterno, essere capaci di influenzarla direttamente (*D'Alvia D., 2014*) (*Jenkinson T. - Sousa M., 2009*). Alcuni esempi di determinanti interne potrebbero essere l'annuncio dell'individuazione del *target* o anche l'esito della votazione dell'assemblea o magari l'uscita allo scoperto di forti dissapori tra gli azionisti, fino ad arrivare al termine delle operazioni (*Anzolin E., 2012*) (*Milan L. – Milos V., 2011*).

Nel secondo capitolo si era dato un breve sguardo ai momenti maggiormente sensibili per l'andamento del valore dei titoli della SPAC. Ora ci si potrà concentrare sull'evoluzione di questi a partire dalla delibera sull'acquisizione fino al *post fusione*, così che si possa

iniziare a strutturare un'analisi sull'andamento della *Special Purpose Acquisition Company* nel post quotazione (Lakicevic M., 2013).

Il momento specifico oggetto dell'analisi è quello seguente l'acquisizione del *target* da parte della SPAC che formalmente vede il suo inizio con l'approvazione della *business combination* (Lakicevic M. - Vulcanovic M., 2013). Tuttavia, ancor prima di procedere con lo studio di questi sviluppi è doveroso esplicitare un concetto, o meglio un valore, che sarà riferimento base per i paragrafi a seguire (Milan L. – Milos V., 2011). Tale grandezza è rappresentata dal valore, in termini quantitativi, del fondo vincolato della SPAC, sul totale delle azioni che sono state messe in circolazione. Questo prende anche il nome di *trust value per share* (Donativi V. - P. Corigliano P., 2010) (Jog V. - Sun C., 2007).

Per calcolare tale quantità basterà prendere come riferimento l'ammontare del fondo, che a seconda delle varie correnti di pensiero potrà assumere valori differenti (o valore tondo iniziale accumulato, o rivalutato con gli interessi o tenendo conto di oscillazioni che il valore totale depositato potrà subire), e in seguito dividerlo per il numero di *share*, ossia delle azioni (Banca d'Italia, 2014) (Jenkinson T. - Sousa M., 2009). Dunque, svolgendo questa semplice operazione potremo ottenere un valore di base fondamentale, proprio perché il risultato ottenuto svolgerà la funzione di prezzo di riferimento dell'azione per il mercato (Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016) (Burcheri Haghnejad D., 2019).

Infatti, al termine della raccolta dei fondi, come anche già precedentemente osservato, il valore della SPAC equivarrà, non avendo ancora svolto altre attività se non azioni di ordinaria amministrazione, almeno in teoria, al valore del *trust value* (Lewellen S. M., 2008) (Legal Update., 2012). Dunque, è intuitivo come il prezzo delle azioni possa essere di poco superiore o di poco inferiore rispetto al *trust value* suddiviso per azione.

Ovviamente, nel caso in cui il progetto suggerito (ossia la fusione con il *target*) sia in grado di generare valore sarà ovvio che in prima battuta aumenti la richiesta di azioni e che quindi cresca il valore delle stesse (Cumming D., 2014). Specularmente conoscerà un aumento anche il collegato mercato dei *warrant*, che tuttavia dovrà anche tenere conto

della data della loro scadenza, ossia fino a quando sarà possibile esercitarli (*Tran, A. L., 2009*). Allo stesso tempo, se il progetto non dovesse essere ritenuto valido, le azioni non subirebbero un crollo di valore per due ragioni:

- La prima è che comunque essendo garantito il valore di rimborso per gli azionisti dissenzienti questi potranno sempre essere soddisfatti (il rimborso potrà comunque essere eseguito solo nel caso in cui il *target* venga avallato).
- La seconda è che siccome le azioni saranno sempre interamente “protette” dal valore del fondo vincolato, che garantirà almeno il valore di emissione delle stesse maggiorate con gli interessi. Per finire, nel momento in cui la fusione sarà realizzata, le azioni della SPAC, di fatto, termineranno di esistere, cessando allo stesso tempo l’esistenza stessa della *Special Purpose Acquisition Company* (*Jenkinson T. - Sousa M., 2009*).

A questo punto potremmo riassumere l’andamento generale del valore delle azioni nel seguente modo: il *trust value*, garantirà, almeno fino a quando non si giungerà al momento di delibera in sede assembleare, il valore minimo della sommatoria delle azioni. Ovviamente i titoli potranno subire oscillazioni nella fase di contrattazione con il *target* e tuttavia giunti al momento della delibera sulla fusione, essi finiranno in balia dell’andamento del mercato. Andamento che sarà generato dalle opinioni degli investitori sulla proposta di acquisizione. Su un piano squisitamente pratico è norma comune, per valutare le componenti di valore delle azioni (ossia quanto contributo sul prezzo proviene dal *trust value per share* e quanto dall’andamento di mercato), utilizzare uno specifico indice definito come premio medio giornaliero (*Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018*), equivalente al prodotto tra il prezzo dell’azione e 100 (*Cumming D., 2014*). A questo punto, procedendo con la differenza fra il valore cento e l’indice sopra ricavato, si potrà ottenere e quindi valutare il tasso di scarto medio giornaliero, riferito al periodo e ovviamente anche al prezzo dell’azione. In altre parole, seguendo tale processo si comprenderà di quanto in media il prezzo giornaliero dei titoli si allontanerà dal limite inferiore, garantito dal *trust value per share*. Sua intuibile implicazione si individua nel fatto che il tasso di sconto medio debba sempre essere o pari allo zero o negativo.

Tuttavia, le osservazioni empiriche dimostrano il contrario. Infatti, studi portati avanti sulle SPACs nel contesto europeo hanno messo in luce come, almeno nei primi periodi, il tasso medio di scarto sul *trust value per share* sia positivo di qualche punto percentuale (Tran, A. L., 2009). Alcuni motivi che influenzano questa forte discrepanza tra i dati teorici e quelli pratici si possono rintracciare nei costi di transazione o anche nei limitati volumi di scambio dei titoli, che riducendone la liquidità abatteranno anche il valore delle stesse azioni. Di contro negli stadi successivi, sempre le osservazioni empiriche, ci informano come lo scarto del prezzo delle azioni assuma valori mediamente positivi, anche se di molto inferiori (Cumming D., 2014).

3.2.1 – Il valore cumulato e le sue anomalie

Un elemento addizionale che è bene tenere in considerazione è il rendimento cumulato dei titoli in rapporto al passare del tempo. Questo indice può essere ottenuto sia per la fase antecedente gli annunci dell'individuazione del *target* che per l'intenzione di voler procedere con la fusione ma anche per i periodi di tempo immediatamente successivi (James M., 2017) (D'Alvia D., 2014).

Le osservazioni empiriche ci informano come il valore medio dell'indice annualizzato in questione assuma una misura superiore al 2%, grazie agli interessi maturati nei periodi di competenza (D'Alvia D., 2014) (Campo T., 2011). Valore che si attesta intorno ai titoli *risk free*. Ovviamente tale grandezza, da caso a caso, può raggiungere quantità molto maggiori, o nei casi peggiori, entità pericolosamente inferiori. Per quanto riguarda le fasi successive i valori cumulati annualizzati assumono maggiore consistenza, arrivando intorno a grandezze che sfiorano anche il 45%, in seguito all'annuncio di una fusione particolarmente apprezzata dal mercato.

I motivi principali di rivalutazioni così importanti si possono rintracciare in una marcata asimmetria informativa del mercato che aveva fortemente sottostimato il valore delle azioni e anche sulla possibilità di individuare *chance* di applicare strategie di arbitraggio al contesto in questione. Come, per esempio, acquistare le azioni in fase di IPO e ottenere il rimborso con il voto contrario in fase assembleare. Infatti, il valore delle azioni, in fase

di emissione, mediamente avrà un valore inferiore rispetto alla loro reale quotazione, che tuttavia subirà oscillazioni a seconda del *target* con cui si intenderà procedere con la fusione.

Altro elemento che incide sul valore dei titoli è l'operato della cabina di regia della SPAC (Lewellen S. M., 2008). Essendo quest'ultima molto interessata a far sì che la *business combination* venga approvata, anche perché si ricorda come la sua remunerazione dipenda esclusivamente dall'approvazione della società *target*, essa farà di tutto per riuscire a portarla a termine (Heyman Derek K. H., 2007). Per esempio, acquistando sul mercato una grande quantità di titoli, in modo da influenzare il voto di approvazione sul *target* e, dopo l'esito positivo, poterli rivendere e guadagnare sul differenziale che si è andato a costituire sui titoli stessi. Un rischio che spesso ricorre su tale tema è che *hedge fund* o fondi di investimento acquistino consistenti pacchetti delle SPAC, minacciando in seguito voti contrari nel momento in cui le loro richieste non dovessero essere soddisfatte. Anche la società *target* si affianca al *management* con lo scopo di poter vedere concretizzata la fusione. Dunque, per tutti gli azionisti della società individuata dalla SPAC, si paleserà la possibilità di acquisire titoli della *Special Purpose Acquisition Company*, così da poter rimanere saldi nella proprietà della loro impresa anche in seguito all'acquisto da parte della SPAC stessa. Perciò prima della votazione, si muoveranno per acquisire quanti più titoli possibili in modo da poter influenzare il voto e allo stesso tempo mantenerne il controllo.

Sempre riguardo ai rendimenti cumulati annui, nella fase seguente l'approvazione della fusione, tali valori si attesteranno intorno al -9%. Valori in netto contrasto rispetto a quanto in precedenza affermato (Lakicevic M. - Vulcanovic M., 2013). Il fatto che assumano segno negativo è il risultato di una serie di eventi:

- Primo che nella suddetta fase sarà possibile cominciare ad esercitare i *warrant* (Cumming D., 2014).
- Secondo che i vertici della SPAC inizieranno ad acquisire uguali diritti degli azionisti e infine che sarà effettuato il pagamento delle quote sottoscritte dai soci che eventualmente intenderanno uscire dalla società. Perciò il fatto che siano

negativi non è dato da strategie non vincenti, ma semplicemente da fattori fisiologici (*Lewellen S. M., 2008*).

Nella maggioranza dei casi, in ambito europeo, si osserva come le SPACs di dimensioni più contenute, ossia con capitalizzazione pari o inferiore ai 250 milioni di euro, riescano ad ottenere *performance* maggiori in confronto alle SPACs di dimensioni più importanti.

È bene dedicare una riflessione a come sia possibile che il valore cumulato possa registrare anomalie piuttosto rilevanti, che si possono andare a verificare o nel caso in cui si annuncerà l'individuazione della società *target* oppure nel momento assembleare per la delibera sulla fusione (*CONSOB, 2014*) (*Lewellen S. M., 2008*).

Innanzitutto, è necessario definire il periodo temporale da tenere in considerazione. Tale lasso di tempo normalmente parte dal termine dell'offerta pubblica iniziale fino a pochi giorni prima dell'annuncio dell'individuazione del *target*. Ovviamente, tale periodo, varia da SPAC a SPAC. Così facendo sarà poi possibile passare alla seconda fase, ossia alla stima dei modelli di mercato e di quello del rendimento, che si riferiranno al periodo di tempo preso in considerazione. In tal maniera sarà possibile stimare, mediante modelli statistici, il rendimento cumulato anomalo medio.

In conclusione, si può affermare come, nel caso in cui il mercato si aspettasse un esito profittevole, i rendimenti cumulati anomali dovrebbero apparire di segno negativo nel momento di avvicinamento all'assemblea deliberativa dei soci. All'opposto, nel momento in cui tali valori dovessero risultare di segno positivo, starebbe a significare che il mercato nutre poca fiducia nel progetto in questione.

È bene sapere come tali risultati ricevano credito da osservazioni empiriche e anche come questo fatto induca ad un basso rendimento dei titoli al termine delle fasi di fusione/acquisizione. Tuttavia, nonostante la correlazione, esso non si dimostra sufficientemente forte per poter dare un concreto legame da un punto di vista statistico (*Lewellen S. M., 2008*).

3.3 – I rendimenti *post* quotazione per lo *sponsor*, i promotori e gli azionisti

Ora si potrà passare all'analisi di come si compongono e in che cosa consistono i proventi che percepiranno tutti coloro che in un modo o nell'altro si troveranno ad interfacciarsi con la SPAC (*Ritter R. J., 1986*).

Iniziamo analizzando la posizione dello *sponsor*, ossia l'intermediario che si occuperà di accompagnare la SPAC durante tutta la sua esistenza. In particolare, per esso i proventi saranno determinati dal generale andamento del prezzo di mercato dei titoli che egli stesso avrà sottoscritto nel momento in cui la SPAC è stata quotata (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*) (*Peveraro S., 2010*). Saranno inoltre determinati dalla differenza che si andrà a formare fra il momento dell'acquisto e il successivo valore di mercato delle azioni, dal prezzo che andrà pagato al momento in cui si volessero esercitare i diritti dei *warrant* e per finire dagli interessi maturati sulle quote di proprietà versate nel fondo vincolato (*James M., 2017*) (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*).

Per quanto concerne i promotori (ossia i fondatori) il loro guadagno complessivo sarà sempre elevato, pure nelle casistiche in cui i titoli si dovessero trovare scambiati ad un valore inferiore rispetto a quello iniziale di emissione. Infatti, in fase di costituzione i *promoters* avranno sottoscritto un predeterminato numero di titoli (di norma circa il 20% del totale che si renderà poi disponibile con l'offerta pubblica iniziale) ad un prezzo particolarmente favorevole (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*Lewellen S. M., 2008*) (*Banca d'Italia, 2014*).

In più è importante sottolineare come in alcune SPACs, dove è prassi comune che nella stesura del proprio prospetto informativo esse posseggano una vasta discrezionalità, non sia previsto che i soci fondatori possano acquisire i *warrant* o che essi siano obbligati, nel caso in cui desiderassero ottenerli, ad acquistare nuove azioni ad un predeterminato prezzo (*Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G., 2016*).

Nello specifico, tali azioni, oltre a costituire una minima frazione dei titoli costituenti l'intero capitale sociale, avranno il pregio di attribuire, ai loro detentori, una conversione non proporzionale che varierà da prospetto a prospetto (*Riemer D. S., 2007*). Dunque, ancora una volta, si evincono le grandissime differenze che possono intercorrere tra le SPACs (*Jenkinson T. - Sousa M., 2009*).

Rimanendo sul tema della remunerazione dei soci fondatori è indispensabile fare una parentesi sul funzionamento dei *warrant*. Infatti, le loro opzioni avranno un meccanismo e una regolamentazione differente rispetto a quelli che vengono attribuiti agli altri azionisti (*ASSONEB, 2019*). Per esempio, una delle peculiarità si può rintracciare nel fatto che questi non possano essere scambiati sul mercato regolamentato e dunque compravenduti come accade per tutti gli altri titoli, in aggiunta sono nominativi e la loro cessione ad altri soggetti è ammissibile solo ed esclusivamente dopo 3 anni dalla loro emissione (*Campo T., 2011*). Inoltre, il loro utilizzo è contemplato dal momento della fusione con il *target* fino a dieci anni da quella data; tuttavia, tale attività è contemplata solo ed esclusivamente quando il prezzo del titolo a cui il *warrant* è collegato risulti maggiore, o al più alla pari, di un determinato ammontare monetario espressamente indicato all'interno del prospetto informativo. Per concludere, nel caso in cui l'acquisizione dei *warrant* necessiti di un pagamento e che quindi non avvenga *cashless*, tale prezzo sarà sempre indicato nello statuto, e tale transazione permetterà all'acquirente di ricevere per ogni *warrant* almeno un'azione ordinaria. Ovviamente, nel momento in cui dovesse arrivare la data di decorrenza dell'opzione e questa non fosse ancora stata esercitata, i *warrant* dei fondatori smetterebbero di avere un qualsiasi valore e così sarebbero estinti e ritirati dal mercato (*Tran, A. L., 2009*).

Il fatto che essi possano contare su un probabile elevato rendimento si può rintracciare nel semplice fatto che nel momento in cui la SPAC viene costituita lo *sponsor* sottoscrive i titoli acquisiti, non al prezzo al quale le *unit* saranno poi collocate in fase di IPO, ma ad un prezzo inferiore, ossia quello nominale (*Rodrigues U. - Stegemoller M., 2013*). Infatti, come era già stato affrontato in precedenza, tale prezzo risulta di molto inferiore rispetto a quello che poi verrà offerto al pubblico. Per questa ragione i *promoters* riusciranno a percepire un guadagno con un buon margine di certezza.

In più si ricorda che i fondatori non riceveranno alcun pagamento per le loro prestazioni all'interno della SPAC fino a quando non si dovesse verificare l'adempimento della *business combination*, e dunque appare altamente improbabile che essi possano riuscire a ottenere indietro il loro investimento; infatti, in caso di liquidazione per il mancato accordo il rimborso delle loro quote sarà subordinato a quello degli altri investitori (*Tran, A. L., 2009*).

Perciò i compensi che dovranno essere destinati ai vertici della SPAC, saranno previsti solo al termine dell'accordo con una società individuata e che avrà ricevuto l'avallo dell'assemblea degli azionisti (*CONSOB, 2014*). Proprio per questa ragione i titoli destinati ad essi sono stati strutturati in modo che, oltre al fatto di essere acquistati a prezzi assai contenuti, prevedano di avere un elevato ritorno economico ai loro detentori in confronto alle azioni possedute dagli investitori comuni.

Dunque, è necessario individuare quelle variabili che faranno sì che sia possibile realizzare tali proventi. Nello specifico sono due:

- Il prezzo di sottoscrizione.
- Il rapporto di cambio.

(*Rodrigues U. - Stegemoller M., 2013*).

A questo punto appare evidente come il meccanismo di remunerazione dei soci fondatori serva a far sì che essi, se intenzionati a non perdere il loro investimento iniziale e aspiranti ad ottenere l'incasso a loro spettante, non solo dovranno impegnarsi per cercare di portare a termine la miglior fusione possibile con il miglior *target* possibile, ma dovranno anche seguire la SPAC nei suoi successivi stadi cercando di accrescerne al massimo il valore di mercato, punto nel quale, se lo desiderano, potranno uscire dalla società, riscattando il loro cospicuo premio (*Jenkinson T. - Sousa M., 2009*).

In tal modo si andranno ad allineare, ovviando un possibile conflitto di interessi, le utilità degli azionisti con quelle dei soci fondatori (*Legal Update., 2012*). Per concludere questi

ultimi saranno anche obbligati ad impegnarsi a non trasferire i propri titoli a terzi, prima di un predeterminato e ben specificato termine temporale, all'interno del prospetto.

Per finire, parlando degli azionisti, è prima doveroso fare un distinguo in base alle quote che deterranno all'interno della società. Dunque, si distingueranno in azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza (*Lewellen S. M., 2008*). Per i primi, il rendimento complessivo potrà essere determinato sommando tre componenti: la differenza che si costituirà fra il prezzo corrente dei titoli e l'originario prezzo al quale pagarono le azioni al momento dell'offerta pubblica iniziale, il differenziale richiesto tra il valore delle azioni e il prezzo necessario per mettere in funzione il potere dei *warrant* e per finire gli interessi dovuti per la parte di capitale di competenza. Dunque, molto simile al guadagno che riguarda lo *sponsor*. Specularmente il guadagno per gli azionisti di minoranza sarà determinabile semplicemente tenendo in considerazione la variazione del valore che i titoli subiranno e la quota interessi maturati (*Davidoff S. S., 2013*).

È bene ricordare che, parlando di un'impresa e quindi di investimenti, bisognerà sempre tenere in considerazione il fattore rischio relativo che potrà essere più o meno alto a seconda di una grande quantità di fattori. Ma quali sono i rischi che una SPAC si porta dietro? Primo rischio si individua nella totale assenza di un *business plan*. La sua mancanza rende di fatto l'incertezza dello scopo e della direzione dell'impresa molto elevato, lasciando eccessivo spazio all'evolvere degli eventi (tuttavia è anche vero che spesso nel prospetto informativo vengono inseriti elementi direzionali che la SPAC dovrebbe seguire dopo la sua formazione). Tale fatto rende dunque molto difficile valutare se procedere o meno nell'investimento e rende ancora più complicato valutare eventuali possibili rischi futuri.

3.4 – Conflitto di Agenzia

Le SPACs vantano oramai una certa diffusione nonostante abbiano mediamente fornito agli investitori deludenti rendimenti di lungo periodo. All'interno di questo sottocapitolo si proverà ad indagare i conflitti di agenzia promotori-investitore derivante dalla

remunerazione dei primi e si analizzerà anche come il gioco svolto dalla reputazione dei fondatori serva a mitigare o aumentare tale conflitto (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Il conflitto fra fondatori ed investitori nasce principalmente da due caratteristiche sul meccanismo di remunerazione dei primi. Il primo elemento è riconducibile al fatto che l'esistenza dei loro compensi sono posti in una condizione di subordinazione rispetto al completamento della fusione fra SPAC e società *target* (infatti perderanno interamente i loro investimenti nel caso in cui la SPAC non dovesse andare a buon fine). Il secondo invece è rintracciabile nel fatto che l'acquisto di titoli da parte loro avviene mediante condizioni assai favorevoli (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Questi due elementi faranno sì che per poter ottenere i loro introiti i fondatori saranno incentivati a portare a termine qualsiasi accordo, anche non favorevole, piuttosto che perdere i loro investimenti. Essi, infatti, riusciranno ad assicurarsi un compenso anche nel caso in cui la fusione porterà ad una distruzione di valore per l'azienda e per gli azionisti. Questa situazione, dunque, esporrà gli investitori ad un'altra probabilità di partecipare ad una non ottimale fusione (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Invece, come influisce il livello di reputazione dei fondatori sull'andamento post quotazione di una SPAC? Da un certo punto di vista, quei promotori definibili come affidabili avranno un forte incentivo a svolgere un'oculata selezione di imprese con cui andare a procedere con la *business combination*, perché desiderosi di preservare la propria integrità. Tale considerazione contribuisce a ridurre il conflitto di interessi fra le due parti e, almeno in teoria, aumentare i rendimenti delle SPACs promosse da fondatori affidabili. Tuttavia, allo stesso tempo, questi ultimi, potrebbero sfruttare la loro reputazione per cercare di rendere le operazioni maggiormente remunerative per sé stessi. Un importante fattore attribuito dall'affidabilità del promotore è senza dubbio il potere contrattuale che sarà decisamente più forte se confrontato con un individuo privo di questa caratteristica. Caratteristica che permetterà ai *promoters* di trasferire un inferiore numero di azioni o di accettare ridotti scarti di garanzia. In alternativa la reputazione può permettere loro di intraprendere meno sforzi di *bonding* grazie all'effetto di certificazione che trasmettono agli investitori. Tale necessità potrebbe non essere necessaria nel caso in cui fosse

compensata dall'effetto certificante derivante dalla presenza di *promoters* rinomati. A questo punto però la reputazione, invece di attenuare il conflitto di interessi, farà esattamente l'opposto, esasperando tale incompatibilità (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Detto ciò, appare evidente come il ruolo svolto dalla reputazione e affidabilità dei fondatori rivesta una posizione abbastanza ambigua. A tal punto sarà necessario indagare, su un piano statistico, la frequenza con la quale i *promoters* interagiscono nel mercato, ossia se si impegnano in un gioco ripetuto o in una transazione occasionale (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Ovviamente i problemi legati alla reputazione diventano più rilevanti per gli attori che operano frequentemente nei mercati finanziari. Si consideri ad esempio le società di *private equity* che agiscono come *sponsor* di una SPAC: il loro capitale reputazionale derivante dalla capacità di investimento e dalla competenza nel settore verrebbe danneggiato se invitassero gli investitori a partecipare a un'operazione che, invece di creare valore, lo distruggesse. Ciò dipende anche dal fatto che le società di *private equity* interagiscono ripetutamente con altri operatori del mercato finanziario e solo occasionalmente con delle SPACs e dunque un incidente di reputazione potrebbe danneggiare gravemente le loro future *performance* (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Ciò rafforza l'incentivo ad agire nell'interesse degli investitori mentre all'opposto, coloro che si impegneranno *una tantum* con la SPAC avranno l'opposto incentivo, poiché avranno pochi o nessun costo di reputazione. Potrebbe essere quest'ultimo il caso di ex CEO di grandi imprese che potranno agevolmente sfruttare la reputazione derivante dalle loro precedenti esperienze lavorative per rendere le operazioni più lucrative per loro stessi. Infatti, proprio a causa della natura occasionale della loro iniziativa, la minaccia di essere puniti per un eventuale comportamento opportunistico non è credibile in quanto la loro ricchezza futura dipenderà meno dalle future interazioni con gli operatori del mercato finanziario (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Per analizzare in maniera più professionale il gioco che la reputazione svolge all'interno del processo di quotazione di una SPAC, prenderemo in considerazione una variabile che potrà assumere due conformazioni:

- La prima quando in una SPAC sarà presente un *ex* CEO di una grande azienda di successo.
- La seconda quando invece il ruolo di *promoter* sarà assunto da una società di *private equity*.

Per portare avanti tale analisi si considererà un campione di 162 SPACs quotate in borsa negli Stati Uniti d'America dal 2015 al 2019, 151 delle quali (93,2%) fusesi entro la fine del 2022, mentre 11 (6,8%) liquidate (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

In primo luogo, emerge come la reputazione svolga un ruolo determinante per la probabilità di fusione o liquidazione di una SPAC. In particolare, si può notare come le SPACs sponsorizzate dal *private equity* siano significativamente meno propense a fondersi rispetto alle altre. L'impatto è rilevante in quanto la sponsorizzazione da parte di una società di *private equity* diminuisce in media la probabilità di fusione del 13,3%. Tale dato, tuttavia, pur tralasciando ogni indicazione o fattore sulla qualità dell'operazione stessa, resta comunque un primo indicatore sul processo di selezione del *target* da parte dei *promoters* dei fondi (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Dal lato opposto quando si tratterà del coinvolgimento di un noto *ex* dirigente di azienda, tale fatto influirà sulla probabilità di una SPAC di accorciare in modo significativo la durata necessaria per il completamento del processo di circa un anno (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Approfondendo l'analisi è possibile notare come solo 2 delle 151 fusioni (1,3%) sono riuscite a generare rendimenti negativi per i *promoters* contro meno di 35 (23,3%) che lo sono state capaci per gli investitori. Il tasso interno di rendimento (TIR) annualizzato per i *promoters* della SPAC si aggira intorno al 210,8% dopo aver tenuto conto di scarti di garanzia, trasferimenti di titoli e altri apporti di capitale. Mentre i rendimenti per gli investitori che acquisteranno azioni durante l'IPO e le manterranno fino al primo giorno

di negoziazione successivo alla fusione saranno decisamente inferiori, in quanto varieranno dal -66,7% al 170,3%, con un valore mediano dell'8,8%. Su una base aggiustata per il rischio, i fondatori sono di gran lunga meglio remunerati (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Dunque, appare evidente come la presenza di un *ex* dirigente all'interno della SPAC renda l'operazione molto redditizia per i promotori e come tuttavia tale impatto non si riproponga anche per gli investitori. Per finire le SPACs che portano a termine una fusione dopo aver prorogato la scadenza generano rendimenti più bassi, coerentemente con l'idea che le proroghe riflettano il tentativo dei promotori di evitare la liquidazione completando qualsiasi fusione gli si presenti piuttosto che nessuna (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Coerentemente con i paragrafi precedenti si può notare come le transazioni de-SPAC sottoperformino in modo significativo e persistente rispetto alle medie di mercato. Infatti, la media del BHAR a 1 anno è pari a -28,1%. D'altra parte, le SPACs sponsorizzate da fondi di *private equity* sono associate a una performance significativamente migliore, con rendimenti a 1 anno del 31% superiore in confronto alle altre SPACs. Inoltre, i promotori identificabili come *ex* CEO sono associati a migliori rendimenti a breve termine per loro stessi senza alcun beneficio per gli investitori, mentre le SPACs sponsorizzate da fondi ottengono risultati migliori nel lungo periodo (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Quando gli investitori ritengono che i fondatori stiano proponendo una cattiva fusione, potranno scegliere di non partecipare riscattando le loro azioni e votando contemporaneamente a favore dell'operazione per preservare *l'upside* associato ai *warrant*. Per quanto riguarda la decisione di riscatto, la frazione media di azioni riscattate è pari al 50%. Lo *sharpe ratio* per i *promoters* è la differenza tra l'TIR medio dei *promoters* e l'TIR medio degli investitori. Invece l'TIR medio degli investitori è il rendimento del T-BILL a 1 anno alla data dell'IPO, diviso per la deviazione *standard* dei TIR dei *promoters* che mediamente si attesta al 51,5%. Ciò implica che più della metà dei proventi raccolti nell'IPO non sono più disponibili per la SPAC al momento della fusione (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

In sintesi, i principali risultati mostrano come il ruolo giocato dalla reputazione sul conflitto di agenzia *promoters*-investitore dipenda dal fatto che i *promoters* sono attori ripetuti o occasionali nei mercati finanziari. Le SPACs sponsorizzate da società di *private equity*, che hanno maggiori problemi di reputazione a causa delle più frequenti interazioni con gli investitori, conducono un processo di selezione dei *target* più virtuoso, in quanto hanno meno probabilità di effettuare fusioni, ma i rendimenti *post*-fusione restano significativamente migliori (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

3.5 – Statistiche generali

I proventi raccolti nelle IPO variano da 39 a 900 milioni di dollari. Tenendo anche conto dell'opzione di sovra locazione (che viene esercitata nell'87% dei casi) vengono raccolti, in media, 245 mln di dollari. Per quanto riguarda le operazioni di de-SPAC, si dimostra come l'annuncio della fusione avvenga circa 1,5 anni dopo la quotazione. Il tempo medio per la chiusura della fusione è leggermente inferiore a 2 anni, con la SPAC più veloce che impiega meno di 8 mesi. Il tempo massimo per la chiusura della fusione è di circa 3,5 anni. Complessivamente, il 46,4% delle SPACs estende la data entro la quale la transazione deve essere completata, con una notevole variazione nella durata dell'estensione, il cui massimo è di 30 mesi. Alcune SPACs propongono un'estensione ai loro azionisti dopo aver annunciato un'acquisizione, poiché hanno bisogno di più tempo per definire i termini dell'accordo, mentre altre lo fanno senza aver raggiunto un accordo di fusione. Quando l'accordo di fusione viene annunciato, il rendimento anomalo cumulativo medio delle azioni è del 3,8% (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

A seconda dell'atteggiamento del mercato nei confronti dell'accordo proposto, i CAR (rendimenti anomali cumulativi) variano dal -19,1% al 67,5%. In aggiunta, nel 68,2% dei casi viene iniettato capitale aggiuntivo tramite una transazione, spesso scatenata da un alto tasso di riscatti da parte degli investitori, che prosciugano i fondi disponibili del conto fiduciario (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Il 13,6% delle SPACs viene portato in borsa da un *ex* dirigente che agisce come *promoter*, e il 15,4% da una società di *private equity*. I fondatori che non rientrano in queste due categorie sono tipicamente persone con precedenti esperienze lavorative nell'industria finanziaria, ad esempio, *ex* banchieri d'investimento, *ex* dirigenti o membri del consiglio di amministrazione di aziende in altri settori o individui facoltosi senza uno specifico *background* finanziario o aziendale (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

CAPITOLO 4: IL CASO “*SICILY BY CAR*”

4.1 – Panoramica generale

Arrivati a questo punto dell’elaborato diviene necessario portare all’attenzione del lettore un caso empirico su cui poter fare riflessioni concrete, ma prima è doveroso dare una panoramica generale su alcune dinamiche delle SPACs nel contesto italiano.

In prima battuta è possibile affermare che mediamente sono necessari circa 500 giorni per l’annuncio sull’accordo con il *target* e circa altri 40 per riuscire ad ottenere la delibera da parte dell’assemblea dei soci. Dati sensibilmente più bassi, se messi a confronto con le sorelle statunitensi. Caratteristica che forse è da attribuirsi alla formazione di maggioranze già costituite dai soci fondatori prima di andare al voto.

Rimanendo sempre su concetti di dati medi si segnala anche come tutti i fondatori, o almeno una larga parte di essi, abbiano avuto delle passate esperienze nel *private equity* ovvero in fondi di investimento, non che in IB (*Investment Banking*) o in attività di M&A (*Mergers & Acquisitions*).

Altro elemento di particolare interesse consiste nel fatto che le SPACs, generalmente, forniscono indicazioni non molto specifiche su indicatori che il *target* dovrà possedere, ma mediamente tali caratteristiche sono:

- Il possesso di uno stabile *cash flow*.
- Il possesso di un posizionamento strategico come *leader* di mercato.
- Il possesso di consolidati risultati economici.
- Il possesso di ottime prospettive di crescita, sul piano nazionale ma anche estero.

Senza dubbio anche l’analisi dei costi da considerare rimane di fondamentale importanza. L’insieme delle spese che una SPAC dovrà andare a sostenere durante la sua intera esistenza saranno riportate, in linea di massima, all’interno del prospetto informativo. Tuttavia, molto spesso l’ammontare di quei valori viene iscritto in modo sommario e non

specifico, così che diviene complicato, non solo farsi un'idea complessiva dell'ammontare da sostenere per la SPAC stessa, ma anche portare avanti un confronto parallelo con altre società simili.

Alcune delle voci che è possibile ritrovare sono:

- Spese notarili e legali.
- Spese per costi operativi.
- Spese legate alla revisione dei conti e ai servizi per l'emissione dei titoli.
- Spese per la gestione ed il mantenimento del fondo vincolato.
- Spese per l'ammissione alla quotazione.
- Spese per l'attività dello *sponsor*.
- Spese di commissioni dell'intermediario.
- Spese generali per la comunicazione.
- Spese varie.

Mediante per andare a coprire tali costi le SPACs faranno affidamento sul denaro raccolto dai conferimenti dei soci promotori ma anche, e soprattutto, su quegli interessi che si andranno a costituire dalle somme presenti sul conto del fondo vincolato che nel frattempo sono state investite in attività *risk free*.

4.2 – Il caso

Sicily by Car S.p.A. (d'ora in avanti anche abbreviata con SbC) è una società nata nel campo dell'autonoleggio a breve termine senza conducente, che col tempo ha ampliato la sua gamma di prodotti (pur rimanendo sempre nel medesimo campo), fondata nel 1963 da Tommaso Dragotto (attuale presidente e amministratore delegato) e oramai divenuta *leader* nel proprio settore, grazie ad un intenso e sapiente programma di espansione aziendale e commerciale. Inoltre, rappresenta la primissima azienda (all'interno del suo mercato), composta al 100% da capitale italiano, a quotarsi in borsa.

Grazie ad uno sviluppo costante e sostenuto oggi la società è presente su tutto il territorio nazionale, ma anche (grazie al marchio *SbC Europe*) in Albania, Austria, Francia, Malta, Montenegro, Polonia, Portogallo e pronta ad espandersi in nuovi paesi europei forte di accordi con *partner* locali. In aggiunta, con più di 56 uffici nelle maggiori città italiane e forte di una flotta di oltre 13 mila vetture, può contare anche su una vasta gamma di servizi di noleggio a breve termine, tra i quali:

- Auto senza conducente di ogni segmento, dalle compatte a quelle di alta gamma.
- Veicoli commerciali e mini van.
- Veicoli 100% elettrici.
- Barche (*Yatch*).

(<https://www.sicilybycar.it/it/chi-siamo>) (<https://www.sicilybycar.it/it/news/92>).

Il 3 agosto 2023 SbC, nel giorno del compimento del suo sessantesimo anniversario dalla fondazione, ha ottenuto l'ammissione alla negoziazione (che era stata ratificata il primo agosto) sull'*Euronext Growth Milan* (sistema multilaterale di negoziazione gestito ed organizzato da Borsa Italiana), data che è coincisa con la *business combination* ovvero anche con l'inizio della negoziazione vera e propria dei titoli. Tale passo è avvenuto in seguito alla positiva conclusione degli accordi sul piano di fusione con la SPAC *Industrial Stars of Italy 4*.

Tale quotazione ha rappresentato la diciassettesima ammissione nel 2023 sull'*Euronext Growth Milan* e la trentottesima quotazione su *Euronext* nel 2023.

(<https://www.euronext.com/it/about/media/euronext-press-releases/da-oggi-sicily-car-su-uronext-growth-milan-0>).

Uno sguardo generale agli indicatori economici di SbC ante quotazione sono i seguenti:

- Capitale sociale: 6.61 mln di euro.
- Capitalizzazione: 316.8 mln di euro.
- Valore della produzione: 160.9 mln di euro.
- EBITDA consolidato: 68.9 mln di euro.
- Utile netto: 39.9 mln di euro (pari al 25% del valore della produzione).

[\(https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/\)](https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/).

La scelta della quotazione, oltre a facilitarne la crescita, è stata fatta per aumentare il ventaglio di investitori, italiani ma anche potenzialmente stranieri, raggiungibili e così facilitarne ed accelerarne la crescita anche a livello extraeuropeo, in un mercato ad alto potenziale di crescita e soprattutto estremamente attuale ed attento alla sostenibilità ambientale. Infatti, SbC può contare su un 40% di veicoli elettrici e un 64% (del restante 60% della flotta) a bassa emissione oltre che poter vantare una totale autonomia energetica dell'*headquarter* grazie a impianti fotovoltaici.

Industrial Stars of Italy 4, ossia la SPAC coinvolta nel progetto di fusione con SbC, è stata quotata sull'*Euronext Growth Milan* già dal luglio 2021, lievemente in ritardo rispetto all'originale pianificazione. All'interno del proprio documento informativo la società si era impegnata ad individuare un *target* di media dimensione, dotata di una forte presenza in Italia, un buon sviluppo internazionale o almeno dotata di piani prospettici per espansioni internazionali, con un ottimo posizionamento nel proprio mercato di azione e con buona cabina di regia, solida e con anni di esperienza (<https://bebeez.it/spac/in-borsa-l8-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>).

Inoltre, non si è trattato di operazione di fusione, ma anzi l'azione si è basata sull'aumento di capitale della società *target*. Dunque, la SPAC una volta ottenute le nuove azioni le ha distribuite, a seconda dei capitali investiti dai soci, ai propri azionisti nella forma di distribuzione di riserve straordinarie, trovata che non ha necessitato neanche dell'approvazione, mediante delibera assembleare straordinaria, da parte dei soci. Dunque, è risultato più agevole raggiungere la maggioranza necessaria per il via libera sulla manovra. Grazie agli accorgimenti sopra esposti la SPAC ed il *target* hanno avuto l'opportunità di beneficiare di altri vantaggi, primo fra tutti la notevole riduzione dei tempi necessari all'ammissione sul mercato. (<https://bebeez.it/spac/in-borsa-l8-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>).

I suoi fondatori e amministratori sono stati: Giovanni Cavallini (*ex* presidente e amministratore delegato di *Interpump*), Attilio Arietti (fondatore e presidente di *Oaklins Italy*), Davide Milano, Marco Croci e Piero Vitali (rispettivamente *associate e M&A analyst di Oaklins Italy*). Personalità che sono state in grado di raccogliere, alla loro quarta esperienza nel campo delle SPACs, un ammontare di 138 mln di euro. I promotori inoltre hanno investito un valore di circa 2,8 mln di euro e si sono impegnati a versarne un altro ammontare simile in caso di necessità.

(<https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/>).

(<https://www.euronext.com/it/about/media/euronext-press-releases/da-oggi-sicily-car-su-uronext-growth-milan-0>)(<https://bebeez.it/spac/in-borsa-l8-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>).

Gli *sponsor* fundamentalmente sono stati: Banca Akros (appartenente al gruppo Banca Popolare di Milano) in qualità di *Global Coordinator and Bookrunner*, Euronext Growth Advisor and Specialist e Intesa Sanpaolo IMI Corporate and Investment Banking come *Sole Financial Advisor*. I consulenti legali sono stati individuati nello studio legale Gatti-Pavesi-Bianchi-Ludovici e per finire il ruolo di società di revisione è stato attribuito a KPMG per *Industrial Stars of Italy 4* e a PWC per SbC (<https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/>) (<https://www.sicilybycar.it/it/news/92>) (<https://livesicilia.it/borsa-sicily-by-car-ammessa-alle-negoziazioni-a-milano/>) (<https://bebeez.it/spac/in-borsa-l8-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>).

Per quanto riguarda la diretta ammissione alla negoziazione sul mercato azionario, questa è avvenuta mediante il collocamento di 13,8 mln di azioni e altri 2,76 mln di *warrant* suddivisi in livello A, B e C di eguale consistenza, con *ratio* di distribuzione di 0,2 opzioni gratuite ad azione acquistata. In più per incentivare gli investitori a votare favorevolmente in sede assembleare i fondatori avevano previsto l'assegnazione con un rapporto piuttosto generoso di *warrant*. Infatti, si prevedeva l'attribuzione di 2 *warrant* ogni 10 azioni acquistate in sede di IPO e in più, altri 8 *warrant* ogni 10 azioni acquistate nel momento

in cui la *business combination* avrà avuto effetto. Per quanto riguarda invece gli azionisti divenuti tali mediante l'acquisto dei titoli sul mercato secondario, per loro era prevista l'attribuzione di 6 *warrant* ogni 10 azioni acquistate. Ultima nota va dedicata al fatto che tutti i *warrant* delle azioni in possesso di coloro che decideranno di recedere saranno distribuiti fra tutti gli altri azionisti e dunque non estinti (<https://bebeez.it/spac/in-borsa-18-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>).

L'operazione nel suo complesso ha mosso un valore di 100 mln di euro ripartiti in due sezioni: Aumento di capitale, per un ammontare di 61 mln di euro e vendita di azioni da parte della Dragotto Holding S.p.A. di SbC per un valore di 39 mln di euro; in seguito, al completamento della *business combination* il nuovo valore della società si è attestato intorno ai 360 mln di euro (<https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/>).

Per quanto riguarda l'andamento *post debutto* sul mercato del primo giorno successivo alla quotazione, c'è da dire che i risultati non siano stati proprio ottimali. Infatti, partendo da una quotazione iniziale di 10 € ad azione (che, come avevamo visto nei capitoli precedenti, viene assegnato come ammontare indicativo), il valore è sceso a 9,57 € per un volume di titoli scambiati di circa 21 mila.

Mentre il capitale sociale è ripartito nelle seguenti tipologie di azioni, per un totale di 35.930.000 tutte prive di valore nominale suddivise come segue:

- 31.680.000 azioni ordinarie negoziate su EGM.
- 3.000.000 azioni ordinarie auto-estinguibili, non negoziate sui mercati.
- 1.250.000 *performance shares* non negoziate su EGM.

(<https://www.milanofinanza.it/news/ue-la-ricetta-del-commissario-nicolas-schmit-per-guarire-il-mondo-del-lavoro-italiano-passa-dagli-202407192036545816>).

4.3 – Finanza strutturata: L'accordo

L'accordo stipulato fra SbC e *Industrial Star of Italy 4* prevedeva che la *business combination* si dovesse realizzare mediante l'esecuzione di alcuni punti focali di seguito riportati:

- Primo punto: secessione dalla Dragotto *Holding* a *Indstars 4* di azioni ordinarie di SbC per un corrispettivo complessivo di 39.000.000,00 di euro;
- Punto secondo: sottoscrizione e liberazione da parte di *Indstars 4* di un aumento di capitale di SbC per un minimi 61.000.000,00 di euro e un massimi 66.000.000,00 di euro con conseguente emissione di un numero di nuove azioni ordinarie SbC ricompreso tra 6,1 mln 6,6 mln di azioni; precisando che la misura definitiva dell'aumento di capitale verrà determinata in funzione dell'ammontare dei fondi disponibili e impiegabili da *Indstars 4* nella *business combination* rispetto al totale dei fondi raccolti in sede di quotazione dopo aver dedotto:
 - L'importo utilizzato per l'acquisto delle 872.200 azioni proprie oggetto dell'esercizio delle opzioni di vendita previste dallo Statuto di *Indstars 4*.
 - L'importo complessivo di liquidazione delle azioni di *Indstars 4* oggetto del recesso convenzionale, da parte dei soci dissenzienti.

<https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/64640a8affd7767cc971df1c/1684277899429/INDSTARS4+-+comunicato+stampa+business+combination+-+deliv.pdf>

Fermo restando quanto sopra affermato, la cessione e l'aumento di capitale interverranno in esecuzione di “contratti a favore di terzi” ex art. 1411 del Codice Civile stipulati da *Indstars 4* a favore di coloro che risulteranno azionisti ordinari della stessa alla data di efficacia della *business combination*, esclusi coloro che abbiano esercitato il recesso convenzionale previsto dallo Statuto di *Indstars 4* e inclusi coloro che si saranno resi acquirenti di azioni ordinarie in relazione alle quali sia stato esercitato detto recesso;

- Alla data di efficacia della *business combination* le azioni ordinarie rinvenute dalla cessione e dall'aumento di capitale saranno trasferite e assegnate ai soci favorevoli in forza dei medesimi contratti a favore di terzi e in esecuzione di una delibera di distribuzione di riserve in natura di *Indstars 4*.

- Alla data di efficacia della *business combination* la distribuzione in denaro a favore dei soci favorevoli di tutti gli eventuali fondi non impiegati nella *business combination* per un ammontare massimo di 28 mln di euro attraverso:
 - L'esecuzione di un'eventuale delibera di distribuzione di riserve in denaro di *Indstars 4*.
 - L'esercizio del diritto di riscatto da parte di *Indstars 4* delle azioni ordinarie quotate ai sensi dell'articolo 11 dello Statuto della stessa in sostanziale contestualità con l'efficacia della *business combination* con conseguente annullamento delle azioni ordinarie riscattate.

(<https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/64640a8affd7767cc971df1c/1684277899429/INDSTARS4+-+comunicato+stampa+business+combination+-+deliv.pdf>).

La delibera dell'assemblea ordinaria di *Indstars 4* relativa alla *business combination* è sottoposta alla condizione risolutiva prevista dall'art. 18.3 dello Statuto di *Indstars 4*. L'accordo prevede che si consideri avverata, su proposta del consiglio di amministrazione, a seguito dell'esercizio del diritto di recesso da parte di tanti soci che comporti per *Indstars 4* un esborso netto complessivo in misura superiore a 28 mln di euro.

L'*equity* di SbC viene valorizzato a 298,3 mln di euro. Tenuto conto di una posizione finanziaria netta consolidata di 10,4 mln di euro, mentre il multiplo EV/EBITDA è pari a 4,5x.

SbC darà attuazione alla *business combination* attraverso i seguenti principali passaggi:

- L'eliminazione del valore nominale e la dematerializzazione delle azioni ordinarie SbC, nonché il frazionamento delle stesse in modo tale che risultino 29.830.000 azioni ordinarie SbC in funzione della *business combination*.
- La conversione di 1.250.000 azioni ordinarie SbC di titolarità della *Dragotto Holding* in egual numero di *Performance Shares* convertibili gratuitamente in massime 7.500.000 azioni ordinarie SbC in funzione del raggiungimento da parte delle stesse delle soglie di prezzo di 11,00 euro, di 12,00 euro e di 13,00 euro per

ciascuna azione ordinaria (con conversione di 1/3 delle *Performance Shares* al raggiungimento di ciascuna soglia) entro la data di approvazione da parte dell'assemblea del Gruppo SbC del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2026, secondo i termini stabiliti nell'accordo che saranno altresì riflessi nello statuto di SbC adottato con decorrenza dalla efficacia della *business combination* (in caso di mancato raggiungimento delle soglie di prezzo concordate tali azioni si convertiranno nel rapporto di 1:1 in azioni ordinarie SbC).

- La qualificazione di 3.000.000 di azioni ordinarie SbC della Dragotto *Holding* in azioni auto-estinguibili che si estingueranno automaticamente, in tutto o in parte, qualora l'EBITDA 2023 e/o l'EBITDA medio 2023/2024 di SbC sia/siano inferiori ad 58,0 mln di euro; qualora invece i predetti presupposti non si verifichino, tali azioni perderanno la caratteristica di azioni auto-estinguibili e resteranno in circolazione quali azioni ordinarie SbC, dunque, dotate di tutti i relativi diritti amministrativi e patrimoniali previsti dallo statuto.
- L'emissione di massimi complessivi 22.080.000 *warrant* da assegnarsi alla data di efficacia della *business combination*, e precisamente:
 - 2.760.000 *Warrant* SbC (di cui 1/3 *Warrant* SbC A, 1/3 *Warrant* SbC B e 1/3 *Warrant* SbC C) da assegnarsi in misura di 1:1 ai titolari di *Warrant Indstars 4*.
 - Ulteriori 6.900.000 *Warrant* SbC (di cui 1/3 *Warrant* SbC A, 1/3 *Warrant* SbC B e 1/3 *Warrant* SbC C) da assegnarsi in misura di 1:1 ai promotori in quanto titolari di *Warrant Indstars 4* Promotori II Serie.
 - Massimo 1.380.000 *Warrant* SbC Promotori I Serie, da assegnarsi in misura di 1:1 ai promotori in quanto titolari di *Warrant Indstars 4* Promotori I Serie, che a fronte del relativo esercizio, attribuiranno il diritto a vedersi assegnate azioni ordinarie SbC secondo un rapporto fisso pari a x0,60.
 - L'emissione di ulteriori 11.040.000 *Warrant* SbC (di cui 1/3 *Warrant* SbC A, 1/3 *Warrant* SbC B e 1/3 *Warrant* SbC C), da assegnarsi gratuitamente alla data di efficacia della *business combination* come segue:

- Gli investitori originari (come definiti nello Statuto di *Indstars 4*) che non abbiano esercitato il recesso convenzionale, in misura pari a 8 *Warrant* SbC ogni 10 azioni ordinarie di *Indstars 4* detenute.
- Agli investitori successivi in misura pari a 6 *Warrant* SbC ogni 10 azioni ordinarie *Indstars 4* detenute.
- L'aumento di capitale sociale di SbC in via scindibile per un ammontare complessivo di 477.342,00 euro al servizio della emissione delle massime 5.601.420 azioni di compendio derivanti dall'esercizio di tutti i già menzionati *warrant* emessi da SbC.

<https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/64640a8affd7767cc971df1c/1684277899429/INDSTARS4+-+comunicato+stampa+business+combination+-+deliv.pdf>

Si ricorda che gli investitori originari, ossia gli investitori della SPAC che hanno sottoscritto azioni ordinarie di *Indstars 4* in occasione della relativa quotazione e che le abbiano ininterrottamente detenute fino all'esecuzione della *business combination* senza esercitare il recesso convenzionale, beneficeranno del meccanismo premiante di assegnazione dei *Warrant* SbC, così come previsto dall'art. 6.2 lettera (g) dello statuto di *Indstars 4* in quanto riceveranno 8 *Warrant* SbC ogni 10 azioni ordinarie *Indstars 4* detenute, in luogo di 6 *Warrant* SbC ogni 10 azioni ordinarie *Indstars 4* detenute che saranno invece assegnati agli altri soci favorevoli, oltre al *pro-quota* dei *Warrant* SbC non assegnati *ut supra* in conseguenza di eventuali esercizi del recesso convenzionale o dell'eventuale riduzione degli investitori originari a seguito di transazioni sul titolo di *Indstars 4*.

Alla luce di quanto sopra descritto, ci si attendeva che la percentuale di flottante al primo giorno di quotazione di *Sicily by Car* su *Euronext Growth Milan* si sarebbe collocato in un intervallo compreso tra il 30,4% e il 29,5% in funzione del recesso.

Si segnala, inoltre, che il consiglio di amministrazione di SbC *post business combination* comprenderà un totale di cinque membri, tra cui un consigliere indipendente e l'Ing. Giovanni Cavallini come consigliere non esecutivo in rappresentanza dei Promotori.

(https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/64640a8affd7767cc971df1c/1684277899429/INDSTARS4+-+comunicato+stampa_business+combination+-+deliv.pdf).

Dati sull'acquisizione:

Valutazione	EBITDA Consolidato	€ 68,6 mln
	Enterprise Value / EBITDA 2022	4,5x
	PNF Consolidata	€ 10,4 mln
	Equity Value pre-money	€ 298,3 mln
€ 100-105 mln di cui:		
Utilizzo Fondi	Acquisto Azioni	€ 39 mln
	Aumento di Capitale	€ 61-66 mln
	Max Recesso netto	€ 28 mln

Tabella 1 - Fonte:

(https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/6480e4809c2a297ebf2698e6/1686168708946/Presentazione+BC+SBC_vSitoWeb.pdf).

Incentivo per l'imprenditore	1.250.000 di Performance Shares	
Protezione per gli investitori	3.000.000 di Azioni auto-esigibili	
Incentivo per gli investitori	13.800.000 di Warrant Cashless	
Di cui:		
In sede di IPO	2 warrant ogni 10 azioni	2.760.000
Investitori primari	8 warrant ogni 10 azioni	11.040.000
Investitori secondari	6 warrant ogni 10 azioni	

Tabella 2 – Fonte:

(https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/6480e4809c2a297ebf2698e6/1686168708946/Presentazione+BC+SBC_vSitoWeb.pdf).

4.4 – Lo stato attuale

Sguardo generale sui principali dati della società:

Azionariato	Percentuali
Dragotto Holding S.p.A.	70,27%
Flottante	26,09%
Società Promotrici	3,64%

Fatturato per Categorie	Percentuali
Noleggio di autovetture	95,20%
Servizi collegati	4,70%
Noleggio di barche (yacht)	0,10%

Consiglio di Amministrazione	Persone Chiave
Presidente e Amministratore Delegato	Tommaso Dragotto
Direttore Generale	Marco Foderà
Direttore Finanziario	Pietro Schirò
Direttore Operativo	Fabio Penzavecchia
Direttore Commerciale	Vittoria Scalici
Consigliere di Amministrazione	Caterina Marcella Cannaria
Consigliere di Amministrazione	Sergio Magazzù
Consigliere di Amministrazione Indipendente	Valeriano Salciccia
Consigliere di Amministrazione	Giovanni Cavallini
Consigliere di Amministrazione	Franco Ricci
Consigliere di Amministrazione	Attilio Francesco Arietti

Collegio Sindacale	Persone Chiave
Presidente	Giuseppe Sanfilippo
Sindaco Effettivo	Angela Vaccaro
Sindaco Effettivo	Roberto Schiesari
Sindaco Supplente	Stefania Cottone
Sindato Supplente	Ivano Palessa

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=IT0005556581&lang=it>(https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/6480e4809c2a297ebf2698e6/1686168708946/Presentazione+BC+SBC_vSitoWeb.pdf).

Dati Principali:

Indici	2023	2022	2021
Fatturato	127.307	152.362	75.237
Acquisti consumati	6.999	5.346	3.580
Spese per il personale	12.513	11.452	7.373
Risultato d'esercizio	26.379	57.657	18.290
Imposte sugli utili	6.302	16.626	4.914
Utile netto	17.527	39.877	12.494
Utile netto: quota del gruppo	17.465	39.820	12.490
Chiusura esercizio fiscale	31/12/23	31/12/22	31/12/21
Durata esercizio fiscale (mesi)	12	12	12
Valuta e unità di misura	EUR-migliaia	EUR-migliaia	EUR-migliaia
Principi contabili	Local GAAP	Local GAAP	Local GAAP

Tabella 3 - Fonte: Borsa Italiana

Dati di Mercato e andamento azionario:

Controvalore	18.230,00
Max 23-Agosto	4,6
Max Anno	6,60 - 02/01/24
Min Oggi	4,53
Min Anno	4,15 - 12/08/24
Chiusura Precedente/Pre-Chiusura/Chiusura:	4,66
Prezzo di riferimento	4,66 - 22/08/24 17.45.00
Prezzo ufficiale	4,58008 - 22/08/24
Apertura Odierna:	4,6
Performance 1 mese	-1,74%
Performance 6 mesi	-14,20%
Performance 1 anno	-50,22%

Tabella 4 - Fonte: Borsa Italiana

Andamento di mercato del titolo di SbC (dal 03-agosto-2023 al 03-agosto-2024):



Grafico 1 - Fonte: Borsa Italiana

Analizzando le *performance* dalla quotazione, partendo dal 3 agosto 2023 fino al 19 luglio 2024 (quasi un anno) si nota come il prezzo sia sceso oltre la metà in confronto a quello di apertura, passando dai 10 € per azione a 4,9 € alla data dell'ultima osservazione.

(<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/euronext-growth-milan/scheda/IT0005556581.html?lang=it>).

4.5 – In prospettiva

I programmi che SbC intende perseguire per i prossimi anni sono quelli di mirare ad estendere la propria presenza in Italia e diffusione in Europa, raggiungendo nuovi mercati, anche grazie ad agenzie locali e a *partnership* commerciali in *co-brand*. Proprio queste *partnership* di B2B aiuteranno la società ad espandersi e rafforzarsi sul mercato.

Infatti, il progetto strategico su cui SbC sta puntando si articola su due ben precise linee guida, ossia:

- Crescita della linea B2C all'estero tramite operazioni di *M&A* con il rafforzamento del marchio “*SbC Europe*” per una maggior presenza in UE.
- Rafforzamento del segmento B2B finalizzato alla diversificazione del business.

(<https://www.sicilybycar.it/it/news/92>).

Mentre, spostandoci più su un ragionamento di lungo periodo, senza alcun dubbio, i quattro pilastri su cui la società intende puntare maggiormente, oltre che basare la propria evoluzione, sono:

- Consolidamento ed ampliamento della rete di uffici nazionali.
- Piano di espansione in Europa con il *brand* SbC Europe.
- Potenziamento della strategia ESG.
- Passaggio al mercato principale di Borsa Italiana.

(<https://www.sicilybycar.it/it/news/93>).

CAPITOLO 5: CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

5.1 – Conclusioni sulle remunerazioni

Si è dunque giunti all'ultima sezione di questo elaborato che ha cercato di indagare la natura e la struttura delle SPACs, il loro funzionamento e la loro applicazione pratica mediante un caso tutto italiano, ora invece ci si concentrerà sulle conclusioni.

Prima di tutto, a costo di apparire scontato, è doveroso far notare come la quotazione di imprese non appaia per nulla come un procedimento di facile percorrenza e lo diviene maggiormente nel momento in cui ci si cala nel contesto italiano e ancora di più se ci si riferisce ad imprese di dimensioni medie o ridotte. Infatti, per una società che intendesse quotarsi, essa dovrebbe necessariamente rispettare una serie di requisiti di forma, ma anche di caratteri intrinseci della stessa, come per esempio dimensioni, redazioni di bilanci più articolati ricerca di equilibrio interno e di strategie chiare e ben delineate.

La SPAC si presenta come uno strumento che ormai è sbarcato da circa 15 anni nel mercato italiano e che ha aiutato diverse imprese a superare quelle barriere che separano le piccole e medie imprese dal mercato del capitale di rischio (*Azzolini E, 2012*).

Tuttavia, non è di facile valutazione il buon esito o meno del risultato della SPAC. Basti pensare alla moltitudine di parti coinvolte e il modo in cui esse ottengono il proprio profitto (<http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>). Ad ogni modo quando un *manager* (ovvero uno dei *promoter*) mette in gioco i propri capitali (oltre le sottoscrizioni iniziali previste per la costituzione della stessa), tale iniziativa, di norma, viene accolta positivamente dagli investitori esterni, come espressione di fiducia verso la società e il progetto (<http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>). Infatti, se oltre ai *managers*, anche gli *sponsor* investono denaro, tale mossa sarà recepita come segnale di stabilità e soprattutto che le probabilità di riuscire ad ottenere profitti maggiori aumenti (*D'Alvia D., 2014*).

Passiamo ora all'analisi su remunerazioni e guadagni che le parti, che hanno partecipato alla vita ed evoluzione della SPAC, potranno percepire dalla stessa (Boyer, C - Baigent, G., 2008).

Prendendo ad oggetto le remunerazioni pertinenti coloro che investono nel progetto si può affermare che i loro guadagni siano suddivisibili in quattro componenti, ovvero:

- In prima fase la differenza matematica che si andrà a costituire tra il prezzo di mercato dei titoli ed il prezzo che essi avevano pagato per la loro acquisizione nel momento di IPO (D'Alvia D., 2014).
- In seconda battuta la differenza di valore fra il prezzo corrente dei titoli e l'ammontare richiesto nel momento in cui si volesse esercitare il potere dei *warrant*.
- E per finire, l'eventuale quota di interessi che si erano andati a generare sulle somme corrispondenti versate nel conto vincolato (anche se come avevamo detto in precedenza, la maggior parte di queste somme sono utilizzate per i costi di gestione ed amministrazione della SPAC).
- Una quarta e residuale opzione potrebbe essere, nel caso si decidesse di non esercitarne il potere, di vendere i *warrant* sul mercato scollegandoli dalle proprie azioni (Donativi V. - P. Corigliano P., 2010) (CONSOB, 2014).

Appare evidente come di fatto la fetta maggiore del rendimento per gli azionisti appartenga alla prima categoria, ossia il differenziale tra il prezzo di acquisto e di vendita dei titoli (James M., 2017). In più è doveroso fare una precisazione e differenziare fra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Infatti, i secondi, essendo definiti in tal maniera perché in sede assembleare sono stati dissenzienti con il progetto di fusione-acquisizione proposto dai *promoters*, essi potranno chiedere la liquidazione delle loro somme. In questa situazione il loro guadagno sarà rappresentato esclusivamente dagli interessi maturati pro-quota e dall'investimento fatto all'inizio del progetto (Jenkinson T. - Sousa M., 2009) (Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018).

Passiamo ora a come si costituisce il rendimento complessivo che invece i soci fondatori (ossia la squadra che ha fondato la SPAC e che mettendosi alla guida di essa la ha condotta

in ogni sua fase fino al completamento o alla liquidazione) riusciranno ad ottenere con l'intero processo dalla quotazione della SPAC fino al completamento della *business combination*. Per l'azionista si erano individuate quattro fonti di remunerazione, ugualmente saranno quattro anche per i *promoters*, pure se varieranno leggermente in entità e funzionamento (James M., 2017):

- Prima fonte: valore di mercato dei titoli da loro sottoscritti nel momento in cui la SPAC era stata costituita, ricordando però come il prezzo da loro pagato fosse fortemente inferiore rispetto a quello poi offerto sul mercato agli azionisti (dunque il loro guadagno è in ogni caso maggiore e quasi sempre assicurato, anche nella casistica nella quale le azioni fossero scambiate ad un prezzo inferiore in confronto a quello di apertura delle contrattazioni).
- Seconda fonte: anche questa ricalcante lo schema di remunerazione degli azionisti, seguendo la differenza di valore fra il titolo e l'ammontare richiesto per l'eventuale applicazione del *warrant*.
- Terza fonte: le eventuali quote di interessi residue maturate sulle somme del conto vincolato.
- Quarta fonte: vendite di *warrant* scollegati dai titoli (Donativi V. - P. Corigliano P., 2010) (CONSOB, 2014).

Naturalmente bisogna sempre tenere in considerazione il valore di rischio relativo all'investimento sostenuto. Come ogni attività svolta sul mercato anche le SPACs possiedono il loro profilo di rischio; tuttavia, questo si accentua di molto nel momento in cui esse non riescono ad individuare un *target* e portare a termine la *business combination* (D'Alvia D., 2014) o peggio nel portare a termine una pessima *business combination*. Infatti, l'assenza di un preciso e ben strutturato *business plan* è forse il maggior elemento di incertezza legato a questa particolare tipologia di società. La mancanza di informazioni precise rende il tutto abbastanza incerto rimandando la decisione se investire o meno solo sul fattore fiducia nei confronti della squadra di direzione della società, sulle loro capacità e sulle loro esperienze pregresse. Dunque, oltre che sulle figure dei soci fondatori, molto si gioca anche sui *road show* e sulle scarse informazioni presenti all'interno del prospetto informativo (Sjostrom W.- William K., 2008).

5.2 – Vantaggi e Svantaggi della SPAC

Abbiamo visto le differenti componenti di remunerazione per gli azionisti e i fondatori della SPAC e anche quale sia una delle principali criticità ad essa collegata. Ora concentriamoci maggiormente su quali siano i suoi punti di forza ma anche le sue debolezze.

Iniziamo con gli elementi positivamente caratterizzanti:

- Orizzonte di investimento limitato ad un massimo di circa 24 mesi (con poche eccezioni). Infatti, entro lo scadere di tale limite o la SPAC sarà andata a buon fine o la sua liquidazione farà sì che colui che abbia investito nella società possa vedersi tornare indietro il capitale impiegato (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*) (*Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018*).
- Scudo a protezione di svalutazione o inflazione. Essendo il denaro depositato in un fondo vincolato, a sua volta investito in attività *risk free*, tali quote di denaro saranno in grado di ottenere una remunerazione, che ne combatterà l'erosione di valore (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*).
- Vendita della propria quota. Nel momento in cui il socio, per una qualunque ragione volesse uscire dalla società, potrebbe vendere le proprie quote sul mercato in modo tale da rientrare immediatamente del suo intero capitale, senza dover aspettare l'assemblea dei soci per la delibera dell'accordo con il *target* (fatto da attribuirsi alla bassa suscettibilità del valore economico dei titoli della SPAC) (<http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>).
- Livello ottimo di liquidità dell'investimento. Essendo l'investimento privo di stringenti e particolari vincoli, nello specifico di durata, l'investitore sarà libero di poter cedere le sue quote nel momento che più gli aggrada. Mediamente tale opzione rappresenta un'ottima strategia di uscita, in particolare *post* annuncio di *business combination* positivamente accolta dal mercato. In più la presenza dei *warrant*, negoziabili anche separatamente dai titoli, permetterà di attuare differenti strategie di investimento (<http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>).

- Potere di veto in virtù della centralità del ruolo dell'investitore. Nel momento in cui la SPAC non dovesse essere in grado di formare una maggioranza qualificata per via del dissenso di importanti gruppi di soci, essa non potrà procedere con i passaggi successivi e di fatto tale situazione si tradurrà in un vero e proprio diritto di veto da parte di gruppi di azionisti organizzati.
- Un altro elemento indubbiamente positivo si riscontra nella diretta quotazione del *target* una volta completata la fusione-acquisizione fra le due società, evitando i lunghi ed articolati processi di quotazione oltre ai costi collegati (Heyman Derek K. H., 2007) (Sjostrom W.- William K., 2008).
- Oltre ciò, il *target* non dovrà rispettare i ferrei requisiti previsti per una classica IPO.
- I soci dell'azienda acquisita avranno l'opportunità ed il pregio di ottenere denaro in seguito alla fusione-acquisizione, pur continuando a mantenere un ruolo manageriale all'interno dell'impresa.
- La SPAC rappresenta un buon strumento per raccogliere importanti quantità di liquidità, sotto forma di capitale di rischio, anche in risposta alla difficoltà nell'ottenere capitale di credito dagli istituti bancari, sempre più bloccati da stringenti vincoli prudenziali (Heyman Derek K. H., 2007) (Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018).

Tuttavia, è doveroso soffermarsi sulle criticità e le incertezze che contraddistinguono questa particolare tipologia di società:

- Un primo elemento negativo, che si era visto annoverabile anche fra i positivi, è quello del vincolo temporale ristretto entro il quale portare a termine la *business combination* con la società individuata e dunque la completa perdita dei capitali investiti dai soci fondatori (Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F., 2018).
- Un altro elemento è che la SPAC necessita di soddisfare gli stringenti requisiti imposti dalle società di vigilanza.
- Gli investitori non conosceranno il *target* fino al momento dell'annuncio da parte dei *managers*, ciò darà instabilità ed incertezza. Ovviamente (come anche già affrontato nei capitoli precedenti) la SPAC potrebbe nascere sia come generalista

e dunque aumentare il ventaglio di scelta e d'incertezza o declinata ad uno specifico settore (*Davidoff S. S., 2013*).

- Altra criticità è che coloro che decideranno di investire i propri capitali nella SPAC subiranno una diluizione di capitale pari alla percentuale di titoli che apparterranno ai soci fondatori (pagati a prezzo scontato) per mediamente un 20% circa.
- Il fatto che la società oggetto della SPAC non debba sottostare a minuziosi controlli e regolamenti previsti per la classica IPO, potrebbe creare elusioni e non mettere in luce alcune criticità celate, volontariamente o per errore, che in futuro potrebbero generare non poche problematiche a tutti i soggetti coinvolti. Ovviamente la SPAC si preoccuperà di portare avanti i dovuti accertamenti di *due diligence* (*Melzer P., 2011*) (*Peveraro S., 2010*).
- Per concludere si annovera tra le criticità anche il conflitto di agenzia e il conflitto di interessi dei fondatori.

A questo punto, soppesando lati positivi e delicatezze della SPAC, si può affermare che tutto sommato i pro sormontano i contro. Infatti, le *Special Purpose Acquisition Company* rappresentano una buona alternativa ai tradizionali processi di quotazione, nello specifico in periodi dove il costo del denaro si è alzato drasticamente ed è dunque divenuto sempre più complicato ed oneroso accedere al capitale di credito, in particolare per le imprese emergenti o non ancora consolidate (*Peveraro S., 2010*).

Un altro freno è rappresentato dalla scarsità di investitori istituzionali pronti a credere e investire in progetti simili. Ovviamente non mancano realtà nazionali disposte a dedicare tempo e denaro a questi progetti, come per esempio “Fondo Strategico Italiano” o simili.

In conclusione, l'intero scenario si può rappresentare come un cerchio composto da imprese, imprenditori, regolamenti e investitori che tuttavia non riescono a comunicare in modo fluido e diretto, andando a bloccare uno sviluppo che potrebbe apportare nuova e vigorosa linfa al nostro intero sistema economico.

5.3 – SPAC e il *Private Equity*

La SPAC rappresenta solo una, e anche la meno usuale, delle possibili strade utilizzabili per giungere alla quotazione (*Jenkinson T. - Sousa M., 2009*). Le vie più comuni adottate sono rappresentate o da un'IPO portata avanti in modo indipendente o magari affidarsi ad un fondo di *private equity* e proprio con questa opzione procederemo con un breve confronto con la SPAC, anche in forza del fatto che molto spesso attori di quel settore si lanciano nella costituzione di una *Special Purpose Acquisition Company*.

La differenza che intercorre tra l'attività di una SPAC e l'azione di un fondo non è poi tanto distante (*Donativi V. - P. Corigliano P., 2010*). Infatti, avendo oramai ben presente l'agire della SPAC, sarà semplice accorgersi di come sia simile all'attività del fondo che avrà come obbiettivo quello di investire (assumendone parte del controllo e quindi entrando nel *management*) con un orizzonte di medio o lungo periodo cercando di far aumentare il valore all'azienda e magari portandola anche alla quotazione per poi mettere in atto una strategia di uscita da essa, che molto spesso può durare anche anni, per evitare *shock* e quindi diminuzione del valore delle partecipazioni. Dunque, è corretto poter affermare che la SPAC sia uno strumento collocabile a metà strada fra il ricorrere al capitale di rischio e l'ambito del *private equity*. Infatti, nulla vieta ai fondi di investire in SPAC, anzi, come già in precedenza espresso, molto spesso tali tipologie di fondi investono in siffatte società, tanto che in Italia (e non solo) rappresentano la principale tipologia di investitore istituzionale al loro interno (*Milan L. – Milos V., 2011*) (*Lewellen S. M., 2008*).

Le similitudini annoverabili fra i due modelli possono essere identificate come segue:

- Reputazione dei fondatori e del *management* del fondo.
- Partecipazione finanziaria totale e attiva nelle operazioni da parte del *management*.
- Guadagni della cabina di regia legati ai risultati ottenuti.

Sono però anche innumerevoli le dissimilarità individuabili, fra cui:

- Se le quote della SPAC sono di fatto uno strumento finanziario quotato, dotato di un altissimo grado di liquidità (elemento che avevamo già annoverato fra i punti di forza), d'inverso le quote dei fondi sono più immobilizzate e la loro vendita appare più ostica prima della scadenza del contratto.
- Le metodologie di versamento delle quote da parte degli investitori sono differenti e seguono procedimenti distinti.
- Coloro che hanno versato i loro fondi nella SPAC non dovranno sostenere nessun altro costo, escludendo l'eventuale esercizio dei *warrant*.
- Cambia anche il coinvolgimento dell'investitore all'interno della vita attiva della SPAC. Infatti, l'investitore del fondo non avrà voce in capitolo su nessuna sua azione, o anche a proposito del diritto di recesso nel momento di dissenso sul progetto.
- Lo scopo ultimo della SPAC prevede una fusione o acquisizione e poi magari un'uscita di soci singoli, mentre per il fondo l'uscita è quasi sempre prevista nel progetto complessivo (Melzer P., 2011) (Sjostrom W.- William K., 2008).

Tuttavia, nonostante similitudini, differenze o addirittura sovrapposizione delle due figure, SPACs e fondi restano entità separate e anzi, le prime, ad oggi, rappresentano un'alternativa ai secondi. I maggiori vantaggi che una *Special Purpose Acquisition Company* offre, in confronto all'investimento in un fondo di *private equity*, sono:

- La quotazione, pure se indiretta, nel momento in cui l'accordo sarà siglato è assicurata assieme a tutti i benefici connessi, all'opposto per il fondo è la società *target* che, in caso di volontà nel quotarsi, deve ottenere tutte le approvazioni da parte delle società di vigilanza competenti.
- Tempi di esecuzione sensibilmente più contenuti, dato dal fatto che la SPAC deve concludere la sua operatività raggiungendo l'accordo in un tempo molto limitato, limite che invece è assente per le operazioni dei fondi di *private equity*.
- La SPAC non richiede costi o commissioni alla società con cui andrà ad operare la fusione-acquisizione.

In definitiva, per tutte le ragioni viste ed affrontate fino ad ora, le SPACs si presentano, senza dubbio come un'alternativa da poter tenere in considerazione, per ogni parte

coinvolta nel processo, alle tradizionali IPO o all'affidamento di fondi specializzati, per giungere alla quotazione.

5.4 – Analisi empiriche finali

Il tempismo dell'operazione può riflettere preoccupazioni di agenzia, poiché fusioni tardive potrebbero essere dovute alla necessità di esaminare approfonditamente l'azienda *target*, ma potrebbero anche essere conseguenza della riluttanza dei fondatori a liquidare la società. Ad esempio, Dimitrova mostra che le *performances* sono peggiori quando le operazioni vengono completate più vicino alla scadenza della fusione, poiché i *promoter* si trovano sotto pressione per chiudere qualsiasi fusione ed evitare la liquidazione.

Avere a bordo un *ex* dirigente di una grande impresa riduce il tempo per la de-SPAC di 12,3 mesi, in media. La loro reputazione superiore può rendere le aziende *target* candidate più disposte a concludere un accordo con SPAC supportati da questi *founders*, accelerando così il processo di ricerca. Un risultato simile mostra che i fondatori con un'alta centralità nella rete siano associati a un tempo più breve per il completamento della fusione.

Il conflitto di interessi tra promotori e investitori si manifesta principalmente quando i primi decidono di portare a termine una fusione anche se questa distrugge valore per gli investitori, il che richiede una distinzione tra fusioni che creano valore per gli investitori e quelle che non lo fanno. Un primo indicatore della qualità dell'accordo proposto è la reazione del prezzo delle azioni della SPAC al momento dell'annuncio dell'accordo di fusione, che fornisce informazioni sulla valutazione del mercato (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Diverse ragioni possono spiegare questo risultato. Ad esempio, mentre la letteratura sulle fusioni e acquisizioni (M&A) guarda tipicamente al CAR dell'annuncio come a un indicatore dell'atteggiamento del mercato nei confronti dell'accordo, l'asimmetria informativa nel contesto SPAC tende a essere più severa perché l'azienda *target* è sempre

privata. Questo può impedire agli investitori di valutare appieno la qualità dell'accordo nonostante la presenza di un fondatore reputato affidabile, ed è coerente con il fatto che nessuna delle variabili indipendenti è in grado di predire in modo significativo la variazione *cross-sectional* del CAR. Un'altra motivazione potrebbe essere dovuta alle condizioni di mercato più ampie e al *sentiment* che gioca un ruolo cruciale nelle reazioni a breve termine dei prezzi delle azioni, che possono essere volatili. Durante i periodi in cui il mercato è ottimista riguardo alle fusioni SPACs, questo *sentiment* potrebbe oscurare le differenze nella reputazione dei fondatori. Complessivamente, dedurre la qualità dell'accordo esclusivamente dalle reazioni a breve termine dei prezzi è probabilmente inaccurato (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

La presenza di incentivi più divergenti, che dovrebbe materializzarsi in presenza di *promoters* appartenenti a grandi aziende piuttosto che a fondi di *private equity*, può incoraggiare i fondatori a concludere un affare indipendentemente dalla sua capacità di generare valore per gli investitori.

Per quanto riguarda le SPACs che completano una fusione, i *promoters* investono il loro denaro in due fasi principali:

- Al momento della costituzione della società, ovvero quando acquistano le loro quote con i diritti correlati.
- Al momento della fusione, quando possono contribuire con ulteriore denaro partecipando a un PIPE.

Questi investimenti determinano la quota azionaria che detengono nella nuova società, che viene aggiustata per i trasferimenti di titoli. Pertanto, i flussi di cassa che definiscono il rendimento per i *promoters* sono i seguenti:

- L'investimento all'IPO (negativo).
- L'investimento nella transazione de-SPAC.
- Il valore di mercato della quota azionaria detenuta nella società più il valore di mercato dei *warrant* (positivo) (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Quest'ultimo flusso di cassa positivo viene calcolato il primo giorno di negoziazione dei titoli della società, in base ai prezzi di chiusura delle azioni e dei *warrant*, adottando un approccio conservativo e assegnando un valore pari a zero alle azioni soggette a clausole di *earn-out*, poiché queste azioni vengono cancellate se le condizioni di maturazione non vengono soddisfatte entro una finestra temporale specificata. I rendimenti per gli investitori nelle SPACs che completano fusioni si basano su una strategia di acquisto e mantenimento caratterizzata dai seguenti due flussi di cassa:

- L'acquisto di un'unità all'IPO.
- Il valore di mercato dell'azione nella nuova società più il valore di mercato dei *warrant*.

La varianza media dei rendimenti per i *promoters* è considerevole, poiché varia dal -100% (in caso di liquidazione) al 2699,5% in un'operazione di de-SPAC estremamente riuscita. Il valore mediano si attesta sul 181,2%. Invece, i rendimenti per gli investitori sono molto meno dispersi, variando dal -66,7% al 170,3%, con valori medi e mediani rispettivamente del 15,8% e del 6,9%. Ciò implica un premio medio per i fondatori, definito come il rendimento per i *promoters* in eccesso rispetto al rendimento per gli investitori, di circa il 280%. Poiché le varianze delle due distribuzioni differiscono considerevolmente, è importante aggiustare queste cifre per il rischio. Lo si può fare calcolando il rapporto di *sharpe* associato alla distribuzione dei rendimenti per i fondatori e per gli investitori, pari rispettivamente a 0,739 e 0,401. Questo indica che, anche dopo aver tenuto conto della diversa esposizione al rischio, i *promoters* sono molto meglio remunerati poiché ottengono un rapporto di *sharpe* che è 1,8 volte quello degli investitori per unità di volatilità (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

Ora indaghiamo i determinanti dei rendimenti dei *promoters* e degli investitori in un contesto multivariato per testare se la reputazione dei primi abbia un potere predittivo sui rendimenti. Un risultato interessante è associato al coefficiente *dummy* dei *promoters ex CEO* di grandi aziende, che è positivo e significativo nei modelli dei rendimenti per i fondatori e del premio per lo stesso, ma insignificante nella regressione sui rendimenti per gli investitori. Sulla base di queste evidenze, il coinvolgimento di fondatori rinomati rende l'affare più remunerativo per loro stessi, senza benefici per gli investitori. Sarà

possibile riconoscere che valutare la qualità di una transazione SPAC esclusivamente basandosi sul prezzo delle azioni del primo giorno di negoziazione della nuova società potrebbe essere impreciso. Poiché le SPACs si uniscono ad obiettivi privati, l'asimmetria informativa può essere ancora un problema importante, impedendo così al mercato di decifrare la qualità della società *target* così presto.

In questa sezione, inoltre, si affronterà la preoccupazione calcolando la *performance post-fusione* fino a un anno dopo la chiusura della *business combination* e si testerà se la reputazione dei *promoters* abbia una qualche capacità predittiva (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

La *sottoperformance* diventa più pronunciata su orizzonti temporali più lunghi, con una media di -9,7%, -17,7% e -28,1% rispettivamente al compimento del 3°, 6° e 12° mese dalla fusione. Gahng, Ritter e Zhang documentano un ritorno medio annuale corretto per il mercato di -30,7% per un campione di 152 combinazioni aziendali completate tra il 2010 e il 2020 (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Il coefficiente della variabile *promoters* di *private equity* è positivo e significativo su tutti gli orizzonti temporali, documentando che le operazioni completate da SPAC sostenute da un fondo di *private equity* mostrano ritorni significativamente migliori. L'entità dei coefficienti indica un effetto economicamente notevole che si amplia nel tempo. In particolare, i ritorni anomali *post-fusione* sulle SPACs sostenute da *private equity* superano quelli delle altre SPACs di una media del 16,7%, 24,5% e 30,9% sui periodi di tre, sei e dodici mesi, rispettivamente. Combinato con le evidenze precedenti che indicano che le SPACs sponsorizzate da *private equity* sono meno inclini a fondersi, l'analisi suggerisce che la presenza di fondi rende il processo di ricerca delle SPACs più selettivo verso aziende *target* di alta qualità (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

L'evidenza, che il patrocinio da parte di *private equity*, che predice le *performances* a lungo termine delle SPACs, è nuova nella letteratura. Gahng, Ritter e Zhang trovano che le SPACs sponsorizzate da individui con esperienza pregressa nel settore di aziende in fase di fusione sono associate a ritorni più elevati *post-fusione*. A differenza dei

promoters, i titoli sono acquistati a un prezzo che si avvicina al valore di mercato equo, motivo per cui questo investimento è comunemente definito investimento a rischio. I fondatori reputabili degni di fiducia possono decidere di investire una quantità inferiore di capitale a rischio quando la SPAC diventa pubblica, poiché la loro reputazione può compensare il segnale negativo di un impegno ridotto, non solo economico, agli occhi degli investitori. Successivamente, al momento della *business combination*, sarà possibile notare come i fondatori contribuiscano con il loro capitale in un PIPE, accettando tagli per mitigare l'impatto diluitivo sulla partecipazione azionaria degli altri investitori nella fusione e dunque assoggettano le loro azioni a clausole di guadagno. Ad esempio, i *promoters* reputabili come affidabili possono accettare tagli meno frequentemente o sottoporre una frazione minore delle loro azioni a clausole di guadagno a causa del loro potere contrattuale superiore nei confronti degli investitori della società *target* e dei possibili investitori esterni (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

Sebbene si riconosca che i test uni variati non permettano di valutare la causalità, le evidenze sono coerenti con l'idea che i *promoters* investano significativamente meno capitale di rischio rispetto ad altri quando la SPAC diventa pubblica. In media, l'investimento a rischio di ex CEO di grandi aziende rappresenta il 2,5% dei proventi raccolti durante l'IPO. Questo potrebbe essere dovuto a un effetto reputazionale che rende meno imperativo il segnale di garanzia associato all'investimento. Al momento della *business combination*, se si dimostrerà necessario, i *promoters* saranno tenuti a iniettare ulteriore capitale (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

Il campione di 151 SPACs completate tra il 2017 e il 2022 è suddiviso in base alla presenza di un *ex* dirigente di una grande azienda come promotore. L'investimento a rischio è l'importo pagato dai promotori per acquistare titoli in un collocamento, mentre il contributo del promotore al PIPE è uguale a uno per le SPACs in cui i promotori contribuiscono direttamente. Mentre l'*haircut* è uguale a uno per le SPACs in cui i promotori rinunciano ad azioni o *warrant*; azioni *haircut* sono il numero di azioni rinunciate dai promotori diviso il numero di azioni *post-IPO* detenute dai promotori stessi. Le azioni con *earn-out post-fusione* è il numero di azioni dei promotori soggette a restrizioni di *vesting*, diviso il numero di azioni in circolazione della nuova azienda dopo

la fusione. Il tasso di riscatto degli investitori è invece il numero di azioni riscattate dagli investitori diviso il numero di azioni offerte nell'IPO.

D'altra parte, c'è una differenza significativa nel tasso di riscatto degli investitori, che in media è del 35,4% per le SPACs sponsorizzate da *ex* dirigenti di grandi aziende, rispetto al 54,1% nel resto del campione. Questo potrebbe essere coerente con un effetto reputazionale che induce un numero maggiore di investitori a partecipare a un affare proposto da fondatori di rilievo. Di conseguenza i *promoters* possono far sì che l'affare si concretizzi a condizioni più favorevoli, poiché l'importo di liquidità da trasferire alla società *target* sarà maggiore. Diversamente dalle evidenze precedenti, il coinvolgimento di fondi di *private equity* non sembra essere associato a condizioni di affari migliori per i *promoters*, né all'IPO né alla *business combination*. I *promoters* di *private equity* contribuiscono anche più frequentemente ai PIPE rispetto agli altri fondatori (15% vs. 6,9% delle SPAC), il che rende l'affare più oneroso (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Per quanto riguarda la decisione di riscatto si dimostra che il 51,5% delle azioni vengono riscattate dagli investitori nelle SPACs che completano una fusione, il che implica che più della metà dei proventi raccolti nell'IPO non sono più disponibili al momento della chiusura dell'affare. I riscatti che avvengono in seguito al voto finale sulla fusione rappresentano il 29,5% delle azioni in circolazione in quel momento, mentre l'altra frazione viene riscattata in corrispondenza delle estensioni della scadenza sulla fusione della SPAC. La media della differenza tra la frazione di azioni riscattate al voto sulla fusione e la frazione di azioni che votano contro una fusione è del 26,3%, il che riflette il comportamento contraddittorio degli investitori a causa del distacco tra il voto e la decisione di riscatto (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Il meccanismo adottato dagli investitori rende l'esito del voto non informativo riguardo alla loro opinione sull'affare. Di conseguenza, qualsiasi indicatore del rischio su proposte di fusione sfavorevoli promosse dai *promoters* non saranno rilevanti per la decisione di voto. I *proxy* sulla reputazione di *promoters* non riescono a spiegare la variazione nei tassi di riscatto come precedentemente evidenziato sulle decisioni di voto. Questo indica che

gli investitori sono insensibili agli effetti reputazionali quando decidono se riscattare le loro azioni o partecipare all'affare proposto.

Indagando se la reputazione dei fondatori influisca su tale conflitto si nota come questo abbia effetto lungo tre dimensioni:

- Gli esiti delle SPACs, ossia la probabilità di fusione o liquidazione.
- Le *performance* delle SPACs, cioè il ritorno per i *promoters* e gli investitori.
- Il comportamento degli investitori pubblici riguardo alle decisioni di voto e riscatto.

Si scopre come i fondatori raramente percepiscano rendimenti negativi al termine di una fusione, mentre ciò accade in circa un affare su quattro per gli investitori. Si documenta inoltre come la reputazione del *promoter* giochi un ruolo cruciale, ma le implicazioni variano a seconda che il promotore sia un operatore abituale o un novizio nel mercato finanziario. I fondatori derivanti da ruoli di *ex* CEO di grandi imprese che occasionalmente lanciano una SPAC rendono gli affari più redditizi per sé stessi ma non per gli investitori. Sfruttando il loro capitale reputazionale, riescono a investire a condizioni più favorevoli. D'altra parte, le SPACs sponsorizzate da una società di *private equity* sono meno propense a fondersi dopo essere diventate pubbliche, ma quando lo fanno offriranno rendimenti significativamente migliori dopo la fusione (*Del Giudice A. – Signorini A; 2024*).

Le evidenze sopra riportate generano importanti implicazioni per i responsabili delle politiche, per gli investitori e per i *managers*. Lo studio evidenzia incentivi divergenti tra *promoters* e investitori, combinati con frequenti ritorni redditizi per i fondatori, come un punto critico che i regolatori dovrebbero monitorare. A tal fine, una maggiore trasparenza riguardo alla posizione dei *promoters* in una SPAC potrebbe aiutare gli investitori a valutare la gravità di tale divergenza. Considerando le varie forme e fasi in cui i fondatori possono investire in una SPAC, spesso tramite transazioni complesse, tali informazioni avrebbero bisogno di un processo di armonizzazione. Per quanto riguarda gli investitori, si offrono spunti stimolanti su come discernere le implicazioni che la presenza di fondatori reputabili affidabili può avere sui possibili costi di agenzia e, quindi, sulla

qualità dell'azienda *target*. Questa implicazione diventa particolarmente preziosa nel contesto delle SPACs, dove gli investitori hanno molte meno informazioni, infatti, esporre questi, che hanno ridotte possibilità di svolgere una dovuta *due diligence* sull'affare proposto, li esporrà al rischio di sostenere i costi e le perdite di un accordo sfavorevole. Essi, infatti tendenzialmente faranno maggior affidamento alla partecipazione di attori reputati affidabili che ad altri indicatori realmente discriminanti (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

Infine, il presente elaborato stimola future direzioni di ricerca sulla SPAC, sulle sue criticità e sulle sue possibili evoluzioni future oltre che indagare ed approfondire alcune problematiche come i conflitti di agenzia nelle SPACs. Per esempio, sarebbe interessante indagare come altri attori coinvolti nel mercato delle SPACs influenzino l'entità di tali conflitti. Gli incentivi dei fondatori sono chiaramente orientati verso la conclusione di una fusione. Tuttavia, quelli di altri intermediari finanziari sono meno chiari. Ad esempio, le banche di investimento sono tradizionalmente considerate i principali *gatekeeper* nelle IPO ordinarie, ma la loro struttura di compensazione nelle IPO delle SPACs potrebbe compromettere tale funzione. Le banche (ovvero gli *sponsor*) ricevono una compensazione inferiore rispetto alle IPO tradizionali, il che è coerente con il minore impegno nel portare una SPAC sul mercato. Tuttavia, una parte consistente di questa compensazione è differita fino al momento della fusione, il che implica che la banca non riceverà la piena remunerazione a meno che non si concretizzi un affare. Questo potrebbe indebolire il loro incentivo a garantire la selezione di un *target* di alta qualità (Del Giudice A. – Signorini A; 2024).

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Bibliografia

Anzolin E.; *Borsa, Spac pronte a scegliere società per fusione-quotazione*; Reuters; 2012:

<https://www.reuters.com/article/idUSL5E8DO7MT/>

Baignet G. – Boyer C.; *SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices*; 2008:

<https://www.jstor.org/stable/43503555>

Bammens L. - Lavedrine C.; *Direttiva 2011/61/ue: una pietra miliare nella storia della gestione di fondi di investimento alternativi*; newsletter- anteo; numero 73; 2013

Banca d'Italia - Consob; *Analisi di impatto della regolamentazione di competenza della Banca d'Italia e della CONSOB*; 2014:

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/gestione-collettiva-risparmio/doc_cons_nota_illustrativa.pdf

Banca d'Italia - Consob; *Attuazione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*; 2013:

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20130726/Comunicazione_22_luglio_def.pdf

Banca d'Italia - Consob; *Modifiche al regolamento congiunto Banca d'Italia - CONSOB*; 2014:

https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_consob_bi_20140626.htm

Banca d'Italia; Il private equity in Italia: Questioni di economia e finanza; numero; 2009:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2009-0041/index.html?dotcache=refresh>

Banca d'Italia; Modifiche alla disciplina di competenza della Banca d'Italia; 2014:

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

Basso F.; Arriva il fondo-ponte per la Borsa Debutta la «Spac» di Cavallini; Corriere della sera; 2013:

https://www.corriere.it/economia/13_maggio_22/cavallini-borsa-ponte-fondo_f1ec7230-c2b4-11e2-b767-d844a9f1da92.shtml

Borsa Italiana; Borsa Italiana dà il benvenuto alla SPAC Industrial Stars of Italy su AIM Italia; 2013:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2013/isi.htm>

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

https://www.researchgate.net/publication/247907788_SPACs_as_Alternative_Investments_An_Examination_of_Performance_and_Factors_that_Drive_Prices

Burcheri Haghnejad D.; Special Purpose Acquisition Company (SPAC): approche juridique d'un véhicule d'investissement atypique (Special Purpose Acquisition Company (SPAC): Legal Approach to an Atypical Investment Vehicle); 2019:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3415986

Campo T.; Sul Mercato la prima spac italiana; Milano Finanza; 2011

Carlotti M.; Tecniche di private equity. Il fondo, le SPAC e l'origination.

L'investimento. La gestione e il disinvestimento; Milano; Egea; 2012.

Carocontento G.; *Le misure attuative della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi ("AIFMD")*; 2012.

Chatterje S. – Chidambaran N.K. – Goswami G.; *Security Design for a Non – Standard IPO: The Case of SPACs*; 2016:

<https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v69y2016icp151-178.html>

Cioli V.; *SPAC e-business combination. Analisi critica della quotazione di SeSa S.p.A*; Aracne; 2017

Conca W. - Riccardi V.; *Credit crunch, contrazione della liquidità e LBO; economia&management*; 2009:

<https://emplus.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3330156/articolo/3330188>

Consiglio dei ministri; *Relazione illustrativa*; 2013:

https://www.agid.gov.it/sites/default/files/repository_files/leggi_decreti_direttive/dpcm_3-12-2013_conservazione.pdf

CONSOB; *modifiche ai Regolamenti di competenza della CONSOB*; 26 giugno 2014:

https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_consob_bi_20140626.htm

Cumming D.; *The Fast Track IPO – success factors for Taking firms public with SPACs*; *Journal of Banking and Finance*; 2014.

https://econpapers.repec.org/article/eeejbfina/v_3a47_3ay_3a2014_3ai_3ac_3ap_3a198-213.htm

D’Alvia D.; *SPAC: a comparative study under US, Asia and Italian corporate framework. Soft law vs. Hard law*; 2014:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2476867

Datar, V. - Emm, E.; *Going Public through the Back Door: A Comparative Analysis of SPAC and IPOs*; *Banking and Finance Review*; Ince; 2012:

https://www.researchgate.net/publication/281908533_Going_public_through_the_back_door_A_comparative_analysis_of_SPACs_and_IPOs

Davidoff S. S.; *A thriving financial product, despite a record of failure*; *The New York Times*; 2013:

<https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2013/08/13/a-thriving-financial-product-despite-a-record-of-failure/>

Del Giudice A. – Signorin A.; *Sponsor reputation and agency conflicts in SPACs*; 2024:

Donativi V. – Corigliano P.; *le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano*; *Le società*; 2010:
https://edicolaprofessionale.com/bd/rivisteI0RW/32/232/7804232_SOCI_00134996_2010_01_0017.pdf

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

Heyman Derek K. H.; *From blank check to SPAC. The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*; *Entrepreneurial Business Law Journal*; volume 2; 2007:

<https://kb.osu.edu/server/api/core/bitstreams/b374bd45-a5ff-5715-91a1-e91e1043aa5b/content>

Ilacqua F. - Marani A.; *Nuovo mercato dedicato alle Special Investment Vehicles*; 2010:

James M.; *Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution Of Special Purpose Acquisition Corporations*, 2017:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2952119

Jenkinson T. - Sousa M.; *Why SPAC investors should listen to the market*; 2009:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1331383

Jog V. - Sun C.; *Blank Check IPOs: A home run for management*; 2007:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018242

Lakicevic M.; *On mergers, acquisitions and liquidation using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)*; *The North American Journal of Economics and Finance*; *PIER Working Paper*; 2013:

<https://ideas.repec.org/p/pen/papers/13-013.html>

Lakicevic M. - Vulcanovic M.; *A story on SPACs*; *Managerial Finance*; 2013:

https://www.researchgate.net/publication/228216314_A_story_on_SPACs

Lewellen S. M.; *SPACs as an Asset Class*; *Working Paper*, Yale University; 2008:

[https://www.researchgate.net/profile/Stefan-](https://www.researchgate.net/profile/Stefan-Lewellen/publication/228267205_SPACs_as_an_Asset_Class/links/5b09d340aca2725783e85260/SPACs-as-an-Asset-Class.pdf)

[Lewellen/publication/228267205_SPACs_as_an_Asset_Class/links/5b09d340aca2725783e85260/SPACs-as-an-Asset-Class.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Stefan-Lewellen/publication/228267205_SPACs_as_an_Asset_Class/links/5b09d340aca2725783e85260/SPACs-as-an-Asset-Class.pdf)

Lewellen S. M.; *SPACs as an Asset Class*; 2008:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999

Melzer P.; *SPAC in Europe – Recent Developments in European Capital Markets*; *The Moscow Times*; 2011:

<https://www.themoscowtimes.com/2011/03/21/spac-in-europe-recent-developments-in-european-capital-markets-a5755>

Mengoli S. - Di Maggio R.; *Le Special Purpose Acquisition Companies come strumento alternativo di raccolta di capitale*; *Finanza, Marketing e Produzione*; 2009.

Milan L. – Milos V.; *A Story on SPACs*; SSRN; 2011:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958238

Paoletti A.; *La Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*; Giappichelli; 2010:

<https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC#inizio>

Peeveraro S.; *Il private equity riparte dalla Spac*; Milano Finanza; 2010:

<https://bebeez.it/wp-content/uploads/2013/02/MFPe-spac-110610.pdf>

PwC; *The Italian NPL market*; 2018:

<https://www.pwc.com/it/it/publications/npl/doc/the-Italian-npl-market-dec18.pdf>

Riemer D. S.; *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*; *Washington University Law Review*; 2007:

https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview

Ritter R. J.; *INVESTMENT BANKING, REPUTATION, AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS*; *Journal of Financial Economics* 15 (1986) 213-232. North-Holland; 1986.

Rodrigues U – Stegemoller M. A.; *Special Purpose Acquisition Corporations: A Public View of Private Equity*; 2011:

https://www.researchgate.net/publication/272245616_Special_Purpose_Acquisition_Corporations_A_Public_View_of_Private_Equity

Rodrigues U. - Stegemoller M.; *Exit, voice, and reputation. The evolution of SPACS*; *UGA Legal Studies Research*; 2013:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948642

SEC; Blank Check Company; consultabile all'indirizzo:

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

Sjostrom W.- William K.; *The truth about reverse mergers*; *Entrepreneurial Business Law Journal*; 2008:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028651

Sacco Ginevri A. – Pezzullo G. F.; *Appunti sulle SPAC*; 2018:

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/sacco_ginevri_a._e_pezzullo_g.f._appunti_sulle_special_purpose_acquisition_companies_spac_2018.pdf

Tran, A. L.; *Blank Check Acquisitions*; *Working Paper*, City University London; 2009:

https://www.researchgate.net/publication/256020589_Blank_Check_Acquisitions

Sitografia

Consulta il seguente link:

<https://markets.ft.com/data/league-tables/tables-and-trends>

Consulta il seguente link:

<https://deepblue.lib.umich.edu/handle/2027.42/26376>

Consulta il seguente link:

<https://www.investopedia.com/terms/m/moralhazard.asp>

Consulta il seguente link:

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21778-private-equity-fund-enciclopedia>

Consulta il seguente link:

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21199-monte-titoli>

Consulta il seguente link:

http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/41_qjpwqt1j4r_ita.pdf

Consulta il seguente link:

http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/126_5th179v3h6_ita.pdf

Consulta il seguente link:

<http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>

Consulta il seguente link:

www.indstars.it

Consulta il seguente link:

<https://mergersandinquisitions.com/spac-vs-ipo/>

Consulta il seguente link:

<https://www.sicilybycar.it/it/chi-siamo>

Consulta il seguente link:

<https://www.sicilybycar.it/it/news/92>

Consulta il seguente link:

<https://www.euronext.com/it/about/media/euronext-press-releases/da-oggi-sicily-car-su-uronext-growth-milan-0>

Consulta il seguente link:

<https://www.bancaakros.it/in-primo-piano/news/equity-capital-market/sicily-by-car-quotazione-a-seguito-business-combination-spac-industrial-stars-of-italy-4/>

Consulta il seguente link:

<https://livesicilia.it/borsa-sicily-by-car-ammessa-alle-negoziazioni-a-milano/>

Consulta il seguente link:

<https://www.milanofinanza.it/news/ue-la-ricetta-del-commissario-nicolas-schmit-per-guarire-il-mondo-del-lavoro-italiano-passa-dagli-202407192036545816>

Consulta il seguente link:

<https://www.sicilybycar.it/it/news/93>

Consulta il seguente link:

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=IT0005556581&lang=it>

Consulta il seguente link:

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/euronext-growth-milan/scheda/IT0005556581.html?lang=it>

Consulta il seguente link:

<https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC#:~:text=Attualmente%2C%20in%20Italia%20sono%20quotate,Italy%201%20S.p.A.%2C%20Crescita%20S.p.A.%2C>

Consulta il seguente link:

<https://bebeez.it/spac/in-borsa-l8-luglio-industrial-stars-of-italy-4-la-spac-ricaricabile-dopo-aver-raccolto-138-mln-euro/?l=1>

Consulta il seguente link:

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Warrant--Warrant-nelle-SPAC--lo-strumento-di-leva-dell-investitore.html>

Consulta il seguente link:

https://static1.squarespace.com/static/60b09dd2bc21840387fdd1bd/t/64640a8affd7767cc971df1c/1684277899429/INDSTARS4+-+comunicato+stampa_business+combination+-+deliv.pdf