

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra in Operazioni di Finanza Straordinaria

SPAC: nuovo strumento per la quotazione nei mercati finanziari

Relatore:

Prof. Lucio Potito

Candidato:

Alessandro Galizia

Matr. 155211

Anno Accademico 2011-2012

INDICE

Introduzione.....pag.3

Capitolo I

NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC

1.1 Descrizione e genesi.....pag.4
1.2 Costituzione e funzionamento.....pag.14
1.2.1 Lo sponsor.....pag.14
1.2.2 Titoli: azione e warrant.....pag.16
1.2.3 Underwriters.....pag.18
1.2.4 Il trust.....pag.20
1.2.5 Ammissione alla quotazione nei mercati finanziari.....pag.22
1.2.6 Individuazione ed acquisizione del target.....pag.30
1.2.7 La liquidazione.....pag.32
1.3 Rendimenti e rischi.....pag.33

Capitolo II

CASE STUDY: ITALY 1, LA PRIMA SPAC ITALIANA

2.1 Costituzione e struttura organizzativa.....	pag.36
2.2 Strategia d'investimento.....	pag.40
2.3 Business combination e prime reazioni dai mercati.....	pag.43
Conclusioni.....	pag.45
Bibliografia.....	pag.46

Introduzione

L'elaborato tratterà l'argomento della SPAC, *special purpose acquisition company*, un innovativo strumento di investimento costituito per raccogliere capitale al fine di portare a termine un'operazione di acquisizione, presente nel mercato finanziario statunitense da poco meno di 20 anni e da poco utilizzato anche nei mercati europei.

La trattazione ripercorrerà nella prima parte la nascita e lo sviluppo della SPAC, partendo dalla sua genesi nel mercato OTCBB fino ad arrivare all'ammissione a quotazione nel NASDAQ, ed andando ad analizzare le varie problematiche relative alla sua costituzione ed al suo funzionamento, con particolare riguardo alle caratteristiche peculiari che contraddistinguono questi particolari strumenti e con cenni ai relativi rischi e rendimenti connessi.

Si passerà in seguito alla seconda ed ultima parte, in cui verrà presentato il *case study* della prima SPAC italiana, Italy1, andando ad analizzarne la struttura organizzativa e la relativa strategia d'investimento, e tenendo in considerazione le reazioni dei mercati conseguenti al successo dell'operazione di acquisizione.

CAPITOLO I

NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC

1.1 Descrizione e genesi

La SPAC, *special purpose acquisition company*, è uno strumento d'investimento costituito specificatamente per raccogliere capitale al fine di effettuare operazioni di fusione e/o acquisizione di aziende.

Definita "*blank-check*"¹ nella prassi americana, essa è costituita appositamente per essere collocata in borsa tramite una IPO, *initial public offering*, allo scopo di raccogliere i fondi necessari ad effettuare specifiche *business combinations*. La SPAC viene solitamente promossa da un gruppo di investitori individuali che costituiscono la società e vanno a far parte del management della stessa. In genere essi acquisiscono una quota del capitale sociale pari a circa il 20%, mentre il restante 80% verrà ceduto al mercato in sede di IPO.

La nascita di questo strumento è correlata all'attività della banca d'investimento americana *EarlyBirdCapital Inc.*, il cui fondatore David Nussbaum, all'inizio degli anni novanta, volle creare una struttura, legalmente riconosciuta dalla *Securities and Exchange Commission* e dal *National Association of Securities Dealers*, che si differenziasse da quella delle

¹ Viene tradotto in italiano con la locuzione "scatola vuota".

*Blank Check Companies*²³, e, con la collaborazione dello studio legale *Grabaurd Miller*, sviluppò il primo modello di SPAC. L'intenzione di Nussbaum era quella di creare una *blank check company* "ibrida", in parte sottostante alle direttive della neonata *Rule 419*⁴ ed in parte esente da essa. Infatti avendo un patrimonio netto superiore ai 5 milioni di dollari, il nuovo veicolo veniva esentato dal seguire i dettami della stessa poichè i relativi titoli emessi non rientravano nella definizione di "*penny stock*"⁵; d'altra parte però, Nussbaum sostanzialmente aderì a tutte le restrizioni presenti nel testo di legge.

Questo sia per attrarre nuovi investitori, timorosi nei riguardi delle abusive *blank check company*, sia per non scontrarsi con i regolamenti della SEC. Il risultato di questa iniziativa fu il lancio da parte di Nussbaum e della sua società, tra il 1993 e il 1994, di ben tredici *blank check company*

² Lo stesso appellativo viene usato indistintamente per entrambi gli strumenti d'investimento, ma le due realtà non devono essere confuse. La differenza sostanziale tra le stesse è nella regolamentazione statunitense, infatti le BCC trovano espressa definizione nella Rule 419, a differenza delle SPAC i cui meccanismi di funzionamento derivano dalla prassi.

³ La U.S. Securities and Exchange Commission definisce una Blank Check Company come "a company that (i) is devoting substantially all of its efforts to establishing a new business in which planned principal operations have not commenced, or have commenced but there has been no significant revenue therefrom; (ii) is issuing "penny stock"; and (iii) either has no specific business plan or purpose, or has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies".

⁴ La Rule 419 disponeva delle misure cautelative nei riguardi degli investitori in "Blank Check Company", come il deposito dei capitali raccolti con l'IPO in un fondo indisponibile, il diritto alla restituzione del capitale senza il completamento di un'acquisizione da parte della compagnia entro 18 mesi, e il diritto di recesso se contrari alla stessa.

⁵ Viene tradotto in italiano con la locuzione "titoli di basso valore, titoli speculativi". Vengono definiti nella Rule 3a51-1 della SEC grazie a criteri quantitativi applicati alla società emittente. (Per il testo integrale vedi <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2011-title17-vol3/pdf/CFR-2011-title17-vol3-sec240-3a51-1.pdf>)

“ibride”, delle quali dodici completarono con successo le rispettive acquisizioni. Questo fu l’evento che sancì la nascita della SPAC.

Le restrizioni previste nella *Rule 419* furono applicate da tutta la prima generazione di SPAC per offrire protezione agli investitori.

Esse si esplicavano nel deposito delle somme raccolte in sede di IPO in un fondo fiduciario indisponibile, tranne per una piccola parte utilizzata per coprire le spese di funzionamento ordinarie; e, una volta annunciata un’acquisizione, nel diritto di opposizione di ogni singolo socio alla stessa e nel successivo diritto alla liquidazione della propria partecipazione se contrari. L’unica eccezione alla normativa fu il prolungamento del tempo concesso al management per condurre a buon fine l’operazione di acquisizione, che fu di 2 anni invece che di 18 mesi.

Con l’aiuto di una tabella⁶ possiamo evidenziare tutti gli scostamenti presenti tra la norma dettata dalla Rule 419 e il comportamento pratico dello strumento.

	Rule 419	SPAC
Deposito dei capitali raccolti	Almeno il 90% dei mezzi raccolti deve essere depositato in un	Le prime SPAC depositavano nel fondo indisponibile una

⁶ Sul punto si fa riferimento a Daniel S. Riemer, *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*, *Washington University Law Review*, Volume 85, Issue 4, pag.953, Table I: Comparison of the terms of blank check offerings under Rule 419 with offerings by a special purpose acquisition company.

	fondo indisponibile.	percentuale compresa tra l'85% e il 95% dei capitali raccolti. Quelle di più recente costituzione, invece, depositano intorno al 97-98% dei mezzi raccolti.
Investimento dei capitali raccolti	I capitali possono essere investiti: -in un conto costituente un deposito secondo il Federal Deposit Insurance Act ⁷ ; -in un <i>money market fund</i> ⁸ secondo i dettami del <i>Investment Company Act</i> ⁹ del 1940; -in titoli che sono obbligazioni dirette del, od obbligazioni	I capitali sono investiti in <i>money market funds</i> secondo i dettami del <i>Investment Company Act del 1940</i> oppure in titoli di stato a breve termine, come i buoni ordinari del Tesoro.

⁷ Federal Deposit Insurance Act, 12 U.S.C. § 1813 (l) (2000), <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/1000-400.html>.

⁸La SEC definisce un *money market fund* come "a type of that is required by law to invest in low-risk securities. These funds have relatively low risks compared to other mutual funds and pay dividends that generally reflect short-term interest rates. Unlike a "money market deposit account" at a bank, money market funds are not federally insured". <http://www.sec.gov/answers/mfmmkt.htm>

⁹ Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. §§ 80a-1-80a-52 (2000), <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-7000.html>.

	garantite per quanto riguarda capitale od interessi, dal governo degli USA ¹⁰ .	
Limitazioni sul valore dell'azienda target	Deve essere uguale o maggiore all'80% dei fondi raccolti.	Deve essere uguale o maggiore all'80% del patrimonio netto al momento della proposta di acquisizione, escludendo quei fondi utilizzati per il capitale d'esercizio, i proventi degli investimenti e altre fluttuazioni di valore.
Scambio dei titoli emessi	Non è permesso nessuno scambio delle UNITs emesse in sede di IPO fino al completamento della <i>business combination</i> .	Le UNITs emesse in sede di IPO possono essere scambiate alla fine della compilazione del Prospetto informativo, mentre le azioni ordinarie e i <i>warrants</i> possono essere

¹⁰Offerings by Blank Check Companies, 17 C.F.R. § 230.419 (b)(2)(iv)(A)–(C) (2007), <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr;sid=38f187ef849202a553331339b792dee5;rgn=div7;view=text;node=17%3A2.0.1.1.12.0.35;idno=17;cc=ecfr>.

		<p>scambiati separatamente dopo un determinato limite di tempo specificato nel Prospetto informativo.</p>
<p>Esercizio dei <i>warrants</i></p>	<p>Possono essere esercitati in qualsiasi momento ma tutti i titoli emessi devono rimanere nel fondo indisponibile della Rule 419¹¹.</p>	<p>Non possono essere esercitati fino al completamento dell'acquisizione (o, se la stessa è completata entro un anno dalla compilazione del Prospetto informativo, un anno dopo la stessa compilazione), o quando la SPAC viene liquidata.</p>
<p>Diritto di rescissione</p>	<p>Gli investitori devono comunicare per iscritto la loro approvazione o il rifiuto della acquisizione proposta tra i 20 e i 25 giorni dopo l'archiviazione dell'emendamento.</p>	<p>Agli investitori viene inviata un documento con tutti i dettagli dell'operazione. Coloro i quali rifiutano l'acquisizione proposta hanno diritto alla liquidazione della</p>

¹¹ 17 C.F.R. § 230.419(b)(3)(iii), <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2006-title17-vol2/xml/CFR-2006-title17-vol2-sec230-419.xml>.

	<p>Qualora non si dovesse raggiungere un numero sufficiente di approvazioni, il fondo si dissolve e gli investitori hanno diritto ad una quota pro rata del fondo indisponibile.</p>	<p>propria quota del fondo indisponibile. A meno che la maggioranza degli investitori approvi l'operazione, e meno del 20% di essi voti contro l'acquisizione, il fondo viene sciolto ed i soci hanno diritto alla liquidazione pro rata della propria quota.</p>
<p>Termine per il completamento della <i>business combination</i></p>	<p>18 mesi.</p>	<p>18 mesi di tempo per annunciare l'acquisizione; 24 mesi per completare l'operazione, se entro 18 mesi è stata firmata una lettera d'intenti con il target.</p>
<p>Liberazione del fondo indisponibile</p>	<p>Al completamento dell'acquisizione, o alla liquidazione dello stesso se non si è riuscito a chiudere l'operazione entro i limiti temporali.</p>	<p>Al completamento dell'acquisizione, o alla liquidazione dello stesso se non si è riuscito a chiudere l'operazione entro i limiti temporali.</p>

Inoltre per legittimare agli occhi del mercato il nuovo veicolo, Nussbaum puntò su un management esperto, altamente professionale e rispettato negli ambienti borsistici. Una delle particolarità delle prime SPAC fu la scelta, fin dalla sua costituzione, dello specifico settore industriale o regione geografica in cui individuare l'azienda target.

Gli sforzi maggiori di questa prima generazione di SPAC furono indirizzati verso determinati tipi di aziende, operanti nei settori della sanità, della tecnologia, della pubblicità, del trasporto marittimo, dell'estrazione mineraria ed in quello bancario, ma solamente a livello locale. Nel 2003, con la crescente attenzione riservata allo strumento da parte degli operatori di *private equity*, si è ampliato notevolmente il suo raggio d'azione, andando ad interessare praticamente aziende di qualsiasi settore industriale. Il numero sempre crescente di SPAC lanciate sul mercato, ha ridato notorietà allo strumento, che ha osservato una rapida crescita nel volume e nel numero delle transazioni, arrivando a rappresentare nel 2007 il 26,6% del totale del mercato delle IPO negli USA¹². Molte di queste nuove SPAC, che potremmo definire di "seconda generazione", sono state lanciate da grandi gruppi finanziari di *Wall Street* quali *Merril Lynch*, *Deutsche Bank* e *Citigroup*¹³, a differenza di quelle di prima generazione che erano gestite da piccole e specializzate banche d'investimento.

¹² Daniel S. Riemer, *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*, *Washington University Law Review*, Volume 85, Issue 4, pag. 947.

¹³ Matthew Goldstein, *Company Man Draws Blank*, *THESTREET.COM*, July 27, 2006, <http://www.thestreet.com/markets/marketfeatures/10299584.html>.

Grazie alle forti connessioni con *hedge funds* e altri investitori istituzionali, che rappresentano nel mercato odierno i principali destinatari delle IPO di matrice SPAC, i grandi gruppi finanziari sono stati i migliori promotori di questi strumenti. Un'ulteriore spinta alla loro forte presenza nel mercato è stata data anche dall'opportunità di poter conseguire potenziali profitti in più stadi del percorso di vita dello strumento, dalla sottoscrizione dell'offerta iniziale al coadiuvamento del management nell'acquisizione dell'azienda target, oltre che all'aiuto dato all'azienda post *business combination* nella scelta della giusta combinazione delle linee di finanziamento.

Un importante aspetto da non trascurare è stata l'impossibilità, fino a qualche tempo fa, di poter essere quotate sui mercati principali (in particolare per quanto riguarda gli USA l'*American Stock Exchange, AMEX*, inglobato poi nel 2008 dal *New York Stock Exchange, NYSE*), ma solo ed esclusivamente su quello secondario, in particolare negli USA nel *Over-The-Counter Bulletin Board, OTC-BB*¹⁴. Questo aspetto ha penalizzato per molto tempo le SPAC, rendendole poco trasparenti agli occhi del pubblico mercato, date le caratteristiche del mercato di quotazione, non standardizzato e con pochi controlli a livello di negoziazioni.

Oggi tra i mercati che hanno aperto le porte a questi particolari strumenti d'investimento si annoverano il *New York Stock Exchange MKT* (ex *American Stock Exchange*), il *New York Stock Exchange* ed il *NASDAQ* tra quelli americani, e l'*Alternative Investment Market (AIM)* del *London Stock*

¹⁴ <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm>.

Exchange, l'*Euronext* di Amsterdam, la *Deutsche Boerse* e Borsa Italiana tra quelli europei¹⁵.

Questo nuovo interesse per le SPAC, testimoniato dall'apertura dei mercati e dalla crescente attenzione dei grandi investitori istituzionali, ha portato ad una rivalutazione dello strumento, da speculativo e molto rischioso (bisogna ricordare che la SPAC deriva dalla *Blank Check Company*, strumento molto abusato a livello speculativo negli anni '80), a strumento di crescita e sviluppo per le aziende che "indirettamente" ne fanno uso.

Un ultima novità, riguardante il funzionamento, è stata introdotta molto recentemente dalla SEC. Essa prevede la possibilità di effettuare, appena prima del completamento della *business combination*, un'offerta d'acquisto, da parte della stessa SPAC, per le azioni detenute dagli investitori¹⁶. Questa offerta dovrà essere effettuata in luogo del voto degli azionisti sull'approvazione dell'acquisizione, e rappresenta una tutela ancora maggiore dell'azionista che ha la possibilità di liquidare le proprie azioni ricevendone il corrispettivo attraverso il riacquisto da parte della SPAC, rendendo più veloce e più facile il relativo disinvestimento.

¹⁵ <http://www.aim-italia.it/component/content/article/47-quotazioni-aim-italia/75-aim-italia-quotazione-made-in-italy-1>.

¹⁶ <http://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2010/34-63607.pdf>.

1.2 Costituzione e funzionamento

1.2.1 Lo Sponsor

Le SPAC vengono generalmente costituite da un promotore, definito generalmente "sponsor". Esso svolge un ruolo chiave nel processo di raccolta del capitale, fondamentale per l'esito della futura acquisizione. I promotori sono solitamente manager con una track record di successo nel mondo finanziario ed un'elevata credibilità nei confronti del mercato. Quasi sempre si tratta di importanti figure manageriali, operanti nel mondo del *private equity* e degli *hedge funds*. Possiamo individuare le caratteristiche che solitamente accomunano il team manageriale che costituisce lo sponsor:

- età media tra i 45 e i 55 anni (*senior management*);
- elevato standing e forte accreditamento presso i mercati finanziari;
- profilo professionale con una chiara esposizione internazionale;
- fitto network di relazioni con business originators e business developers;
- provato track record in operazioni di fusione e acquisizione societaria;
- elevato commitment;
- spiccata leadership.¹⁷

La costituzione comporta allo sponsor un apporto limitato di risorse, in quanto le azioni, in sede di costituzione, vengono sottoscritte al loro valore nominale, pari a circa un millesimo del prezzo offerto in sede di IPO. Successivamente lo sponsor delibera un aumento di capitale, comprensivo del sovrapprezzo a servizio dell'IPO, in modo tale da mantenere una

¹⁷ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.17.

partecipazione di circa il 20%, post-IPO, con il restante 80% offerto al mercato in sede di offerta.

In generale l'impegno finanziario dello sponsor comprende:

- la sottoscrizione del capitale iniziale al valore nominale con un impegno solitamente pari a 50000-100000 dollari;

- l'acquisto di un certo numero di *warrant* nella fase di pre-IPO, il cui costo unitario solitamente si attesta intorno ad 1 dollaro. L'azienda procede all'acquisto di un numero di warrant mediamente compreso tra i 4,5 ed i 12,5 milioni.¹⁸

Possiamo dunque affermare che la SPAC rappresenta uno strumento molto interessante per lo sponsor in quanto presenta un limitato esborso finanziario ed allo stesso tempo buone prospettive di remunerazione, grazie anche all'esercizio dei *warrants*.

¹⁸ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.18.

1.2.2 Titoli: Azione e Warrant

In sede di IPO sono offerti agli investitori istituzionali e agli altri operatori, UNIT's di capitale, composte da un'azione e da un *warrant*¹⁹. In sede di assemblea per l'aumento di capitale, dovrà essere deliberata anche l'emissione di un numero di *warrant* pari a quello delle azioni emesse. Le singole UNIT's possono essere liberamente scisse dai soci, infatti sia l'azione che il *warrant* corrispondente possono essere negoziati separatamente.

Solitamente i due titoli vengono negoziati sullo stesso mercato, quello delle azioni. In genere il prezzo di una UNIT di capitale si attesta intorno ai 6 o 8 dollari e può arrivare ad un massimo di 10 dollari, e si nota una certa uniformità generale nell'attestare i prezzi intorno alle suddette cifre²⁰.

Mentre l'azione dà al socio il diritto di partecipazione al capitale e il diritto di voto nell'assemblea per l'approvazione dell'acquisizione, il *warrant* concede la possibilità di sottoscrivere nuove azioni dall'emittente ad uno *strike price*, solitamente inferiore del 25% rispetto al prezzo di collocamento dell'azione. A differenza degli altri investitori lo sponsor non acquista mai UNIT's, in quanto sottoscrive le azioni in sede di costituzione, e quindi non entra in possesso di *warrant*. In sede di IPO lo sponsor dovrà acquistare *warrant*, il costo dei quali rappresenta il principale esborso finanziario dei promotori.

Esercitabile solo a seguito dell'avvenuta acquisizione o successivamente ad una scadenza temporale minima indicata nel prospetto informativo, il *warrant* rappresenta il principale strumento per incrementare la redditività dell'intera operazione. Infatti in caso di un aumento del prezzo dell'azione

¹⁹ Per ulteriori informazioni <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Warrant>.

²⁰ Michael A. Pittenger, Cara M. Grisin, When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market, 2007.

in seguito al completamento dell'acquisizione, il detentore del warrant potrà monetizzare il conseguente *capital gain*, dovuto alla differenza tra lo *strike price* dello strumento e il prezzo di mercato delle azioni.

In alcuni casi specifici i *warrant* sono richiamabili dall'azienda all'occorrere di determinate condizioni specificate nel regolamento dei warrant presente nello statuto. Infatti può esservi l'indicazione di un *lock-in price*, cioè un prezzo soglia delle azioni oltre il quale la SPAC ha il diritto di riacquistare la totalità dei *warrant* in circolazione ad un prezzo già prefissato e solitamente molto basso.

Nel caso in cui la SPAC non effettui alcuna acquisizione entro il termine temporale della sua vita utile, i warrant perdono di valore e si procede alla liquidazione della stessa.

1.2.3 Underwriters

Le UNIT's emesse dalla SPAC in sede di offerta vengono vendute dalla stessa agli *underwriters* attraverso un accordo definito *firm commitment* e generalmente ad un prezzo inferiore rispetto a quello offerto al mercato²¹. L'accordo, il cui obiettivo è quello di assicurare all'emittente uno specifico ammontare di risorse finanziarie, non è produttivo di effetti fino a quando la domanda di ammissione alla borsa non viene accettata dalla SEC.

Durante la prima fase del processo di IPO, i sottoscrittori assicurano il loro impegno oralmente o attraverso una lettera d'intenti, in cui sono specificate la struttura di base dell'offerta proposta, il compenso e le spese degli stessi, il *range* di prezzo delle UNITs e il relativo meccanismo utilizzato per determinarlo²².

Viene stipulato inoltre un *underwriting agreement* tra la SPAC e il sindacato di sottoscrizione, in rappresentanza degli *underwriters*, che contiene informazioni dettagliate sulle transazioni e l'obbligo da parte dei sottoscrittori dell'acquisto di uno specificato numero di UNITs alla data del *closing*. Gli stessi *underwriters* andranno poi a coadiuvare la società in tutte le diverse fasi del processo di IPO, dal pre-marketing al roadshow, e provvederanno a collocare sul mercato le UNITs precedentemente acquistate.

Il compenso percepito dagli *underwriters*, definito *Underwriting Discount and Commission*, si attesta intorno al 3-4% del ricavato dell'offerta. Si sono osservate diverse modalità nella distribuzione di questo premio. In alcuni casi, l'UDC veniva versato per una parte direttamente agli *underwriters* al termine dell'offerta e per un'altra veniva trasferito nel *trust* sottoforma di *Deferred Underwriting Fee*²³, per poter essere distribuito solo al momento

²¹ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag. 27.

²² Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag. 27.

²³ Sulla *Deferred Underwriting Fee* non maturano interessi a favore degli *underwriters*.

del completamento della *business combination*. Nel caso di mancato completamento dell'acquisizione, la DUF dovrà essere liquidata , come tutto l'ammontare del *trust*, a favore degli azionisti. In altri casi invece, l'intero ammontare del *Underwriting Discount and Commission* andrà a confluire nel DUF, e quindi distribuito solo al momento del raggiungimento dello scopo della società.

Dall'analisi di molti prospetti di SPAC lanciate sul vecchio mercato dell'AMEX, ora NYSE MKT, si evince che i principali *underwriters* sono stati:

- Deutsche Bank Securities;
- Merrill Lynch & Co;
- JP Morgan;
- Lazard;
- Citi;
- UBS;
- Bear Stearns;
- Baker Watts;
- Pali Capital²⁴.

²⁴ Elenco ripreso da Methorios Capital (2008), *Special Purpose Acquisition Company*, pag. 28.

1.2.4 Il trust

I capitali raccolti sul mercato attraverso il collocamento delle UNIT's durante la procedura di IPO vengono versati quasi interamente in un *trust*, ovvero in un fondo a vincolo di destinazione specifico e come tale indisponibile.

Nel trust in media vengono versati circa il 98% dei mezzi raccolti, mentre il restante 2% rimane a disposizione della società per finanziare le spese legali e contabili correlate agli obblighi informativi della SEC, le spese relative alla realizzazione delle attività di *due diligence*²⁵, necessarie per la corretta individuazione del target, oltre a quelle correlate alla negoziazione, strutturazione e approvazione da parte dei soci della *business combination*.

Nel *registration statement*²⁶ dovranno essere incluse informazioni dettagliate sull'uso dei mezzi non depositati nel fondo²⁷.

Come visto precedentemente la presenza del *trust* rappresenta, oltre che uno degli elementi caratteristici della struttura di una SPAC, un'importante garanzia per l'investitore, essendo una forma di protezione che deriva direttamente dai disposti della *Rule 419*.

Le risorse apportate nel fondo indisponibile vengono investite in attività prive di rischio durante la fase di individuazione del target e nel relativo

²⁵ L'espressione *due diligence* identifica il processo investigativo che viene messo in atto per analizzare valori e condizioni di un'azienda per la quale vi siano intenzioni di acquisizione o investimento.

²⁶ Il *registration statement* è la domanda di ammissione alla borsa che deve essere accettata dalla SEC.

²⁷ Steven Boehm, Cynthia Krus, Christopher Zochowski & John Mahon, A Primer on SPACs: An Explanation of the Purpose, Structure and Current Issues Affecting Special Purpose Acquisition Companies, Aug. 11, 2005, Sutherland Asbill & Brennan LLP.

orizzonte temporale, 18-24 mesi, conseguono un rendimento tale da accrescere il capitale fino a raggiungere il 101/102% dei mezzi raccolti.

Tramite una tabella possiamo evidenziare il totale dei capitali raccolti negli USA negli ultimi dieci anni da tutte le SPAC lanciate²⁸.

Anno	Numero di SPAC	Dimensione Media Affari (milioni di \$)	Proventi Lordi (milioni di \$)
2012	5	54,4	272,0
2011	16	69,4	1110,0
2010	7	71,8	503,0
2009	1	36,0	36,0
2008	17	226,0	3842,0
2007	66	183,2	12093,0
2006	37	91,5	3384,0
2005	28	75,5	2113,0
2004	12	40,4	485,0
2003	1	24,2	24,0
Totale	190	125,6	23863,0

Dai dati si evidenzia un trend discontinuo, con il picco massimo raggiunto nel 2007 dove si evidenzia il maggior numero di SPAC quotate e il maggior ammontare di capitali raccolti. Da notare è anche che, dopo il declino dell'utilizzo successivo al 2008, nel 2011 si è avuto un rinnovato interesse verso lo strumento, caratterizzato dalla presenza di pochi operatori e importanti ammontare di fondi raccolti in sede di IPO.

²⁸Fonte dati <http://www.spacanalytics.com/>.

1.2.5 Ammissione alla quotazione nei mercati finanziari

L'accesso ai mercati di capitali della SPAC avviene nell'arco di tempo di 2/4 mesi dalla sua costituzione ed è uno dei passaggi fondamentali per l'effettiva operatività della stessa. La procedura si presenta molto più agevole e snella rispetto a quella di una normale società quotanda, in quanto la SPAC non svolge alcuna attività operativa, non ha un bilancio da certificare e non deve presentare alcun *business plan*.

Il primo passo consiste nella compilazione della domanda di ammissione alla quotazione in borsa secondo i parametri seguiti dagli specifici mercati di quotazione. Attualmente è possibile la quotazione delle SPAC in diversi mercati statunitensi quali *Over The Counter Bulletin Board (OTCBB)*, *National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)*, *New York Stock Exchange MKT (NYSE MKT)* e *New York Stock Exchange (NYSE)*. La registrazione iniziale è comune a tutti i mercati suddetti e prevede la preparazione e la registrazione del documento Form S-1²⁹ della SEC. Nel Form S-1 sono presenti tutte le informazioni base, economiche e finanziarie, dell'emittente con specifico riguardo alle azioni offerte³⁰.

Una volta inoltrato il Form S-1 alla SEC, esso sarà assegnato alla sezione *Disclosure Operations* della *Division of Corporation Finance* della SEC, sezione a sua volta suddivisa in 11 gruppi, organizzati per settore industriale. L'undicesimo gruppo, *Office of Emerging Growth Companies*, è quello preposto all'analisi e commento di tutte le domande di ammissione delle piccole imprese e delle SPAC. Esso svolgerà l'analisi a livello informativo del documento, non la valutazione sul merito dell'offerta proposta. Essa sarà compito successivamente dei singoli mercati azionari, con i rispettivi criteri di quotazione.

²⁹ <http://www.sec.gov/about/forms/sec870.pdf>

³⁰ Cynthia M. Krus, Harry S. Pangas, Christopher M. Zochowski, (2006), A Primer on Special Purpose Acquisition Companies, Sutherland, Asbill & Brennan LLP, pag. 14.

A differenza delle piccole imprese, le quali dopo aver completato l'IPO vengono assegnate al relativo gruppo della sezione *Disclosure Operations*, specifico per settore industriale, che continuerà ad analizzare e commentare i successivi documenti prodotti, le SPAC continuano ad essere esaminate dal *Office of Emerging Growth Companies* fino al completamento della *business combination*.

Formalmente la *Division of Corporation Finance* impiega fino a 30 giorni per il commento dei Form S-1 presentati e fino a 5 giorni per il commento dei successivi documenti e modifiche. In pratica, nello specifico l'*Office of Emerging Growth Companies* impiega circa 35 giorni o più, per il commento della domanda, mentre per il commento dei successivi emendamenti può impiegare più di 30 giorni³¹.

Una volta ottenuta l'approvazione da parte della SEC, la SPAC dovrà soddisfare i requisiti richiesti dai mercati nei quali vorrà avere accesso.

Il primo mercato a permettere la quotazione fu il *OTCBB*³², mercato poco regolato, rischioso e senza standard minimi di quotazione.

Uno dei primi grandi mercati azionari ad aprire le porte alle SPAC fu l'*American Stock Exchange*, inglobato oggi nel *New York Stock Exchange MKT*³³, dopo l'acquisizione di *AMEX* da parte di *NYSE*. Per la quotazione è richiesta la soddisfazione di determinati requisiti quantitativi per poter rientrare in uno dei quattro standard previsti per la quotazione³⁴. Tra i diversi sono applicabili alla SPAC solamente due di essi³⁵, lo standard 3 e lo standard 4.

Il primo, lo standard 3, prescrive una capitalizzazione di mercato minima di 50 milioni di dollari, un flottante minimo di 15 milioni di dollari, un

³¹ Cynthia M. Krus, Harry S. Pangas, Christopher M. Zochowski,(2006), A Primer on Special Purpose Acquisition Companies, Sutherland, Asbill & Brennan LLP, pag. 17.

³² <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm>.

³³ <http://www.nyse.com/press/1336646911531.html>.

³⁴ <http://usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/nyse-mkt-listing-standards>.

³⁵ Methorios Capital, Special Purpose Acquisition Corporation, (2008), pag.21.

prezzo per azione minimo di 2 dollari ed un equity minimo di 4 milioni di dollari³⁶.

Il secondo invece, prevede una capitalizzazione di mercato minima di 75 milioni di dollari, un flottante minimo di 25 milioni di dollari ed un prezzo per azione minimo di 3 dollari, non prescrivendo quindi un livello minimo di equity apportato dagli shareholders in sede di quotazione.

Oltre alla selezione dello standard di riferimento cui aderire, la SPAC deve soddisfare una delle tre opzioni possibili riguardanti il numero di azionisti pubblici³⁷ e il numero di azioni da questi detenuti.

Le opzioni disponibili richiedono:

- *Option 1*: 800 azionisti pubblici e 500000 azioni detenute dagli stessi;
- *Option 2*: 400 azionisti pubblici e 1 milione di azioni detenute dagli stessi;
- *Option 3*: 400 azionisti pubblici e 500000 azioni detenute dagli stessi, oltre ad un volume medio giornaliero degli scambi di 2000 azioni durante i 6 mesi antecedenti la quotazione³⁸.

Inoltre sono richiesti altri requisiti riguardanti il funzionamento specifico della SPAC per l'ammissione alla quotazione³⁹, quali:

³⁶Si veda NYSE MKT Company Guide, Sec. 101 General, c), d), http://wallstreet.cch.com/AMEXtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_2&manual=/AMEX/CompanyGuide/amex-company-guide/.

³⁷ "Public shareholders and public float do not include shareholders or shares held directly or indirectly by any officer, director, controlling shareholder or other concentrated (i.e. 10 percent or greater), affiliated, or family holdings." <http://usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/nyse-mkt-listing-standards>

³⁸ Si veda ancora <http://usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/nyse-mkt-listing-standards>.

³⁹ Sul punto si veda NYSE MKT Company Guide, Sec. 119 Listing of companies whose business plan is to complete one or more acquisitions. <http://wallstreet.cch.com/AMEXTools/PlatformViewer.asp?searched=1&selectednode=ch>

- almeno il 90% dei fondi raccolti in sede di IPO devono essere versati in un *trust*, un fondo indisponibile;
- entro 36 mesi dal completamento dell'operazione di IPO, la società deve completare una *business combination*, avente valore almeno uguale all'80% del totale dei fondi depositati nel *trust*;
- ogni *business combination* deve essere approvata dalla maggioranza degli amministratori indipendenti;
- ogni *business combination* deve essere approvata dalla maggioranza degli azionisti in assemblea. Coloro i quali esprimono un voto negativo, devono avere il diritto di poter liquidare le proprie azioni, ottenendo in corrispettivo una quota pro rata del fondo indisponibile, se la *business combination* viene approvata e completata;
- se non è tenuta l'assemblea per il voto degli azionisti sulla proposta di acquisizione, la società deve garantire a tutti i soci l'opportunità di convertire le proprie azioni in denaro, equivalente alla rispettiva quota pro rata del fondo indisponibile, effettuando un'offerta di riacquisto per quote detenute dagli stessi.

Recentemente le SPAC sono state ammesse a quotazione anche sul mercato principale del *New York Stock Exchange*, quello domestico statunitense dedicato alle grandi compagnie. L'aspetto più importante è il fatto di trovare espliciti, per la prima volta, requisiti quantitativi precisi riguardanti esclusivamente lo strumento, che quindi non viene fatto rientrare in altri standard precedentemente esistenti. La normativa della SEC prevede infatti che, oltre alla garanzia, come richiesto anche in precedenza, che almeno il 90% dei fondi raccolti sia depositato in un trust indisponibile, e che il valore di mercato dell'acquisizione sia almeno pari all'80% dei capitali raccolti, la SPAC debba avere un valore aggregato di

[p_1_1_1_1_15&CiRestriction=acquisition+AND+company&manual=%2Ffamex%2Fcompanyguide%2Ffamex-company-guide%2F.](#)

mercato pari almeno a 250 milioni di dollari ed un valore di mercato della azioni pubbliche pari almeno a 200 milioni di dollari⁴⁰.

Sono previsti inoltre altri requisiti gestionali che ricalcano quelli visti in precedenza per il *NYSE MKT*, quali:

- la *business combination* deve essere approvata dalla maggioranza dei soci in assemblea;
- ogni socio che abbia espresso giudizio negativo sulla proposta di acquisizione, ha il diritto di convertire le azioni in suo possesso in una quota pro rata del fondo indisponibile, se la relativa acquisizione è stata approvata e completata;
- la società non può completare la *business combination*, se un certo numero di soci in possesso di un determinato ammontare di capitale (da fissare non superiore al 40%), abbia esercitato il proprio diritto di conversione delle azioni in una quota pro rata del *trust*;
- la SPAC verrà liquidata se entro il limite temporale proposto, che non dovrà eccedere i 3 anni, non riuscirà a concludere nessuna acquisizione⁴¹.

Sono previsti inoltre vari fattori qualitativi che verranno considerati per determinare l'opportunità della quotazione, quali:

- l'esperienza ed il *track record* del management;
- il tempo concesso per il completamento della *business combination* prima della liquidazione della società;
- la natura e l'ammontare del compenso del management;

⁴⁰ Si veda Listed Company Manual, Section 1 The Listing Process, 102.06 Minimum Numerical Standards – Acquisition Companies. http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F.

⁴¹ Si veda ancora Listed Company Manual, Section 1 The Listing Process, 102.06 Minimum Numerical Standards – Acquisition Companies. http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F.

- il grado di partecipazione del management alla proprietà aziendale ed eventuali limitazioni dello stesso alla vendita delle azioni;
- la percentuale dei fondi raccolti che rappresenta il valore di mercato dell'acquisizione;
- la percentuale di voti necessaria all'approvazione della *business combination*;
- la percentuale dei capitali raccolti depositata nel fondo indisponibile;
- altri fattori coerenti con la tutela degli investitori e dell'interesse pubblico⁴².

L'ultimo importante mercato americano ad ammettere la quotazione delle SPAC è stato il *National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ*.

La quotazione è ammessa adottando uno degli standard di *listing* presenti⁴³ e osservando dei criteri di funzionamento che ricalcano quelli già affrontati per gli altri mercati, quali:

- almeno il 90% del capitale raccolto in sede di IPO deve essere depositato in un fondo indisponibile;
- entro 36 mesi dall'effettiva efficacia della procedura di IPO la società deve completare una o più *business combination*, aventi valore almeno pari all'80% delle somme presenti nel *trust*;
- ogni *business combination* deve essere approvata dalla maggioranza degli amministratori indipendenti;
- se è prevista la convocazione un'assemblea per deliberare l'approvazione di un'acquisizione, essa dovrà essere approvata dalla maggioranza degli azionisti. Coloro i quali risultassero

⁴² Vedi nota 34.

⁴³ Si veda Equity Rules, 5315 Initial Listing Requirements for Primary Equity Securities. http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_4_2&manual=/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/.

contrari all'acquisizione, hanno il diritto di convertire la propria partecipazione in una quota pro rata del capitale raccolto, presente nel fondo indisponibile;

- se non è prevista la convocazione di un'assemblea per deliberare l'approvazione, la società deve dare a tutti gli azionisti la possibilità di convertire la propria partecipazione in un ammontare di denaro, equivalente alla rispettiva quota pro rata del fondo indisponibile. Questa possibilità è data tramite l'effettuazione di un'offerta di riacquisto⁴⁴ delle quote azionarie da parte della stessa SPAC⁴⁵.

I mercati europei hanno recepito con ritardo le potenzialità dello strumento ed hanno permesso la sua ammissione a quotazione solo molto recentemente. Il primo ed il principale mercato che ha permesso la quotazione delle SPAC è stato l'*Alternative Investment Market* (AIM) del *London Stock Exchange* (LSE).

I requisiti richiesti alla SPAC per poter essere ammessa alla quotazione sono molto meno definiti e rigorosi rispetto alle regolamentazioni statunitensi, ma questo è un aspetto peculiare proprio del mercato di riferimento, che presenta una regolamentazione molto flessibile, tanto da non richiedere una capitalizzazione di mercato minima ed un flottante minimo⁴⁶.

⁴⁴ <http://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2010/34-63607.pdf>.

⁴⁵ Si veda Equity Rules, IM-5101-2 Listing of Companies Whose Business Plan is to Complete One or More Acquisitions. http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_4_2&manual=/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/.

⁴⁶ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.23.

Si applicano invece tutte le restrizioni valide per qualsiasi altra società quotanda, quali:

- la società deve ricevere l'approvazione da un *Nominated Advisor* (*Nomad*)⁴⁷, incaricato di verificare l'appropriatezza della quotazione. Esso dovrà essere scelto tra gli intermediari membri del *London Stock Exchange* ed è obbligatorio per tutto il periodo in cui l'azienda quotata rimane in borsa⁴⁸. Suo compito sarà quello di valutare l'esperienza del management, la validità del *business model* della società e l'effettiva possibilità del broker designato di raccogliere fondi sufficienti⁴⁹. Il *Nomad* andrà a giudicare sull'effettiva opportunità dell'azienda alla quotazione, offrendo una consulenza sulle precise regole del mercato ed i suoi meccanismi di funzionamento;
- la società dovrà nominare un broker, anch'esso tra gli intermediari membri del LSE, che assicuri liquidità al titolo⁵⁰.

⁴⁷ Il NOMAD deve essere approvato dalla *London Stock Exchange*. Si veda M. Ridgway Barker and Randi-Jean G. Hedin, *Special Purpose Acquisition Corporations: Specs to Consider When Structuring Your SPAC – Part II*, The Metropolitan Corporate Counsel, September 2006.

⁴⁸ Methorios Capital (2008), *Special Purpose Acquisition Corporation*, pag.23.

⁴⁹ M. Ridgway Barker and Randi-Jean G. Hedin, *Special Purpose Acquisition Corporations: Specs to Consider When Structuring Your SPAC – Part II*, The Metropolitan Corporate Counsel, September 2006.

⁵⁰ Methorios Capital (2008), *Special Purpose Acquisition Corporation*, pag.23.

1.2.6 Individuazione ed acquisizione del target

Il momento immediatamente successivo a quello della quotazione, è quello dell'individuazione dell'azienda target per poter esplicitare le finalità della SPAC, volte al completamento di una *business combination*.

Le prime SPAC contenevano indicazioni nei prospetti informativi riguardanti il tipo di settore industriale o la determinata zona geografica in cui si sarebbe ricercata la potenziale target. Adesso invece troviamo indicazioni esclusivamente sulle caratteristiche strutturali generali che deve possedere l'azienda potenziale oggetto di acquisizione. I tratti comuni alle aziende target si possono individuare facilmente nell'essere in uno stadio di crescita, avere *cash flow* continui e rilevanti, detenere una buona quota del rispettivo mercato e possedere un management professionale e capace.

La SPAC, come osservato in precedenza, è caratterizzata dalla presenza di un termine, entro il quale la società deve effettuare l'acquisizione, pena lo scioglimento della stessa e la successiva liquidazione. Tale lasso temporale varia di solito tra i 18 e i 24 mesi, a seconda di quanto dispongono le regolamentazioni e le prassi dei singoli mercati.

Una volta effettuata l'individuazione dell'azienda target, che avviene di solito entro 6-12 mesi dalla costituzione della SPAC⁵¹, è richiesta al management la convocazione di un assemblea per deliberare sull'approvazione dell'acquisizione. Agli azionisti è fornito il prospetto per la valutazione della proposta, ed in caso di voto negativo è garantita loro la liquidazione della propria quota di capitale. Da poco è possibile decidere di non tenere il voto sull'approvazione della *business combination*, ma sostituirlo con un offerta di riacquisto⁵², da parte della stessa SPAC,

⁵¹ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.13.

⁵² Attualmente questa possibilità è contemplata solamente in due mercati, il New York Stock Exchange MKT ed il NASDAQ, Joseph R. Magnas, Morrison & Foerster LLP, A

delle azioni detenute da tutti gli investitori, fornendo una semplificazione agevole per la facile e veloce liquidazione dell'investimento.

Dai regolamenti dei singoli mercati si evince anche che la *business combination* per poter essere ritenuta valida ed esaurire effettivamente lo scopo della SPAC, deve di solito riguardare almeno l'80% dei capitali depositati nel *trust*. Ciò non impedisce il completamento di due o più *business combination*, le quali non verranno ritenute valide ai fini dell'esaurimento dello scopo della società fino a quando la somma delle stesse non sarà almeno pari, come sopra già esposto, all'80% dei mezzi raccolti in sede di IPO.

Le eventuali somme liberate dal fondo indisponibile poichè rimaste inutilizzate ai fini della *business combination*, dovranno essere utilizzate dalla neonata società come capitale circolante⁵³.

New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings, Bloomberg Law Reports,2011.

⁵³ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.13.

1.2.7 La liquidazione

Nel caso in cui non venga completata alcuna *business combination* entro il termine di scadenza della SPAC previsto dai regolamenti del mercato o dallo statuto, si procede alla liquidazione della stessa ed alla restituzione del capitale depositato nel *trust*, versato dai soci in sede di IPO.

La restituzione del capitale avviene pro quota ma non ci sono garanzie riguardo l'ammontare di capitale che rientrerà in possesso dei soci, poiché una parte dello stesso fondo, intorno al 1-2%, era stata precedentemente destinata a coprire i costi di gestione e funzionamento. Tuttavia è possibile che gli investitori tornino in possesso di un ammontare di capitale anche superiore a quello inizialmente conferito, grazie agli interessi maturati sui capitali depositati nel *trust*, investiti in attività prive di rischio, e soprattutto grazie alle somme investite dallo sponsor per l'acquisto dei warrants. Inoltre è bene ricordare che andrà a contribuire al rimborso del capitale dei soci, anche una parte o l'intero ammontare del *Underwriting Fee*, il compenso spettante ai collocatori.

Ricordiamo che è fatta salva la possibilità in capo ad ogni singolo socio di liquidare la rispettiva partecipazione se contrario all'approvazione della proposta *business combination*. Anche in questo caso la restituzione del capitale avviene pro quota.

1.3 Rendimenti e rischi

La SPAC presenta diversi profili di rischio per l'investitore, come d'altronde qualsiasi strumento di investimento.

Il rischio principale è connesso all'assenza di un *business plan* e quindi all'incertezza insita nello stesso scopo dello strumento, la futura acquisizione. In effetti la scelta dell'investitore di apportare capitale in sede di IPO, è principalmente, se non esclusivamente, basata sulla fiducia che egli nutre per lo sponsor, che gioca un ruolo decisivo. Fondamentali in questo senso si rivelano le attività di *roadshow* pre-IPO e la reputazione professionale vantata nei mercati finanziari dal *management*.

Per quanto riguarda i rendimenti invece, occorre effettuare un'analisi separata della posizione del singolo investitore e della posizione dello sponsor.

Riguardo al primo, il relativo rendimento è determinato essenzialmente dalla variazione del prezzo delle azioni acquistate in sede di IPO e dal rendimento generato dall'esercizio dei *warrant* detenuti. Mediamente le azioni beneficiano, una volta annunciata e portata a termine l'acquisizione, di un incremento di valore intorno al 13-14%⁵⁴ rispetto al prezzo di collocamento.

Anche il rendimento dello sponsor è determinato dalle stesse componenti viste in precedenza, ma a differenza dell'investitore presenta rendimenti molto più elevati a causa della sottoscrizione delle relative azioni al prezzo nominale, effettuata in fase di costituzione.

Questo permette allo sponsor di ottenere rendimenti positivi anche in caso di successive variazioni negative nel prezzo delle azioni rispetto al prezzo di collocamento iniziale.

⁵⁴ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.32.

Dall'analisi di un gruppo di undici operazioni completate in passato all'AMEX, si evince un rendimento medio per i promotori del 893%, nonostante le azioni abbiano riportato performance contrastanti⁵⁵, a testimoniare ancora di più l'alto e il probabile rendimento spettante allo sponsor in caso di completamento dell'acquisizione.

Bisogna ricordare che può verificarsi un rendimento positivo dell'operazione anche a seguito della liquidazione della società per scadenza del termine temporale, oppure a seguito della liquidazione della rispettiva quota azionaria se contrari al completamento della *business combination*.

⁵⁵ Methorios Capital (2008), Special Purpose Acquisition Corporation, pag.32.

CAPITOLO II

CASE STUDY: ITALY 1, LA PRIMA SPAC ITALIANA

Italy1 è stata la prima SPAC ad essere ammessa alla quotazione nella Borsa Italiana, e la prima mai costituita in Italia. La società si poneva l'obiettivo di acquisire una società di medie dimensioni con prevalente attività operativa in Italia entro il termine di 24 mesi.

La società, costituita nell'agosto 2010 da un gruppo di managers molto noti nel mondo finanziario, è stata ammessa a quotazione nel dicembre dello stesso anno ed ha completato con successo la sua IPO, raccogliendo complessivamente 150 milioni di euro, il 27 gennaio 2011.

Le attività di ricerca della target sono ufficialmente terminate nel marzo 2012, quando la società ha annunciato di aver sottoscritto un accordo per la fusione con incorporazione della IVS, leader nel mercato della distribuzione automatica in Italia e con una forte presenza anche in Europa. La fusione è divenuta ufficialmente efficace nel maggio dello stesso anno, con l'incorporazione di Italy1 in IVS.

2.1 Costituzione e struttura organizzativa

Italy1 Investment è una società di diritto lussemburghese, costituita in forma di *société anonyme*⁵⁶ nell'agosto del 2010, che intende acquisire una società o attività attraverso fusioni, permuta o acquisto di partecipazioni, acquisizione di *asset*, riorganizzazioni o operazioni analoghe (*business combination*)⁵⁷.

La scelta della veste giuridica lussemburghese è significativa poiché permette alla società di configurarsi a livello pratico come una *special purpose acquisition company*, sotto tutti i suoi aspetti⁵⁸.

Infatti presenta quasi tutte le peculiari caratteristiche, già osservate in precedenza, delle SPAC, e nello specifico:

- l'obiettivo di raccogliere capitali sui mercati finanziari tramite un IPO, per poter effettuare un'acquisizione o una qualsivoglia *business combination*;
- il deposito in un fondo indisponibile dei capitali raccolti tramite IPO;
- il completamento dell'acquisizione entro il termine di 24 mesi, prorogabile a 36 mesi nel caso in cui la società abbia già raggiunto un accordo di fusione entro il termine temporale precedente, pena la liquidazione della società;
- la prescrizione che l'acquisizione debba riguardare almeno il 50% del capitale raccolto per poter considerare esaurito lo scopo della società;

⁵⁶ <http://www.fiduciaire-lpg.lu/societe.html>.

⁵⁷ <http://www.italinvest.com/>.

⁵⁸ Considerazione presente anche nel prospetto di quotazione, <http://www.italinvest.com/uploads/news/id23/Prospectus.pdf>.

- la possibilità per gli azionisti che in assemblea abbiano manifestato voto contrario all'acquisizione, di ottenere la liquidazione pro rata dell'investimento;
- l'impossibilità di procedere al completamento dell'acquisizione nel caso in cui una percentuale degli azionisti superiore al 35% abbia espresso voto negativo riguardo alla suddetta⁵⁹.

La costituzione di Italy1 è stata promossa da un gruppo di manager dall'importante *track record* e dalla riconosciuta competenza nel mondo finanziario italiano ed internazionale, caratteristiche fondamentali per la buona riuscita del processo di IPO di una SPAC.

Il gruppo è composto da Vito A. Gamberale, presidente di Italy1 ed amministratore delegato di Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR S.p.A., nonché già amministratore delegato di Autostrade S.p.A. (oggi Atlantia), figura presente da oltre 40 anni nel settore *corporate* italiano; Roland Berger, imprenditore di successo e fondatore e presidente onorario di *Roland Berger Strategy Consultants*; Carlo Mammola, amministratore delegato di Italy1 e con oltre 20 anni di esperienza nel mondo del *private equity*; Giovanni Revoltella, partner di Argan Capital ed ex componente della divisione *investment banking* di Lehman Brothers; Florian Lahnstein, socio fondatore di BLM e manager con provata esperienza nel mondo finanziario, specialmente per quanto concerne la finanza straordinaria⁶⁰.

I suddetti, insieme con altre importanti personalità del mondo finanziario⁶¹, compongono il consiglio di amministrazione di Italy1.

⁵⁹ Per ulteriori informazioni circa le problematiche trattate si veda <http://www.italinvest.com/uploads/news/id25/Italy%201%20Investment%20SA%20-%20articles.pdf>.

⁶⁰ <http://www.italinvest.com/it/team/management-team.html>.

⁶¹ Per una conoscenza completa della composizione del Cda e dei relativi/ruoli poteri dei singoli componenti si veda

All'interno dello stesso si osserva la distinzione tra *executive management team* e *non-executive management team*, basata sul potere gestionale, in mano ai primi, in quanto ai secondi spetta solo un ruolo di controllo. All'interno dello stesso Cda è inoltre presente l'*Investment Team*, che ha il compito di coadiuvare l'*Executive Committee*⁶² nell'individuazione, esecuzione e negoziazione della *business combination*.

Come naturale passo successivo alla costituzione, Italy1 ha presentato la domanda di ammissione a quotazione presso Borsa Italiana nel Segmento Professionale del Mercato Telematico degli Investment Vehicles (MIV)⁶³.

Il prospetto pubblicato⁶⁴ successivamente all'accettazione della domanda, ha evidenziato la composizione dell'offerta di IPO, costituita da 15 milioni di azioni ordinarie dal valore nominale di 10 euro, ognuna con *warrant* annesso esercitabile al costo di 9,30 euro, solo al completamento della *business combination*. Precedentemente all'accettazione della domanda, era stato apportato un capitale iniziale da parte dei soci promotori di 35000 euro suddiviso in 3750000 azioni, denominate *Founding Shares*, così da portare a 18750000 il numero di azioni totali emesse. E' importante notare che le *Founding Shares* non erano comprensive di *warrant*, ma in questo caso i promotori hanno avuto l'opportunità di sottoscrivere, precedentemente il *listing*, 5 milioni di *warrant* loro riservati al prezzo unitario di 1 euro.

L'offerta è stata interamente soddisfatta nel gennaio 2011 per un ammontare totale di 150 milioni di euro, e la società si è ufficialmente quotata nel marzo 2011, con l'intero ammontare raccolto in sede di IPO

<http://www.ita1invest.com/uploads/news/id32/Report%20on%20Corporate%20Governance.pdf>.

⁶² L'Executive Committee è composto da tutti i consiglieri che fanno parte dell' executive management team.

⁶³ <http://www.ita1invest.com/uploads/news/id8/08112010%20-%20Italy1%20Investment%20S.A.%20presentata%20la%20domanda%20di%20ammissione%20a%20quotazione.pdf.pdf>.

⁶⁴ <http://www.ita1invest.com/uploads/news/id23/Prospectus.pdf>.

versato in un *trust account*, indisponibile fino al completamento della *business combination*.

In questo caso si evidenzia una percentuale del 98% dei mezzi raccolti versati nel *trust*, in quanto il 2%, 3 milioni di euro, rimane a disposizione della SPAC per coprire i costi di gestione e di ricerca della *target*⁶⁵. I fondi presenti nel fondo indisponibile invece possono essere investiti solo in titoli di stato ed altri strumenti a basso rischio.

65

http://www.italinvest.com/uploads/news/id14/101224_Investmentpolicy_CMSItaly_CLN%20-%20Firmata.pdf.

2.2 Strategia d'investimento

Una volta completata la quotazione, il management di Italy1 ha iniziato a monitorare il mercato alla ricerca dell'azienda *target* con cui effettuare la *business combination*.

La strategia d'investimento esplicita sul sito di Italy1, prevede la promozione e lo sviluppo del *target* ai fini di un inserimento razionale e consapevole all'interno dei mercati finanziari, passo storicamente decisivo per la vita di un'azienda.

Infatti Italy1 si impegna nella promozione e lo sviluppo del management esistente della società obiettivo, consente al precedente azionariato il mantenimento di una significativa quota azionaria, fornisce un supporto operativo e strategico grazie alla consolidata esperienza dei suoi partner e dei suoi *investment professional*, oltre a permettere la quotazione nei mercati finanziari della società *target*⁶⁶.

Il consiglio di amministrazione ha inoltre identificato dei criteri ben definiti per la valutazione di potenziali società obiettivo, uno o più dei quali dovrà essere necessariamente soddisfatto.

I criteri che dovranno essere soddisfatti dalle potenziali *target*, per l'attuazione della *business combination*, sono i seguenti:

- società affermate e con comprovato *track record*, che abbiano ottenuto solidi risultati finanziari ed operativi;
- società con solido *free cash flow*, in grado di generare flussi di cassa disponibili, prevedibili e stabili;
- posizione competitiva nel mercato di riferimento, Italy1 ricercherà settori industriali caratterizzati da solide fondamenta e buone

⁶⁶ <http://www.italinvest.com/it/strategy.html>.

prospettive di crescita, all'interno dei quali focalizzerà le sue attenzioni su imprese *leader* dei mercati di riferimento;

- *equity value* compreso tra 300 e 1000 milioni di euro;
- *management team* esperto, con comprovata esperienza in materia di capacità di generare fatturato, di incremento della profittabilità e di generazione di solidi flussi di cassa disponibili, che verrà integrato con l'esperienza e la competenza del *management* della SPAC;
- base diversificata di clienti e fornitori, in grado ,grazie alla diversificazione del portafoglio, di fronteggiare meglio momenti di crisi economica o settoriale che possono avere impatto negativo sulle *performance*⁶⁷.

La ricerca e l'analisi dei vari profili spetta all'*Investment Team*, composto da due componenti del consiglio di amministrazione e da due consulenti esterni, che con il supporto dell'*Executive Committee*, procede all'individuazione ed alla negoziazione della *business combination*⁶⁸.

In particolare, l'*Investment Team* insieme con i consulenti esterni avrà il compito di preparare tutta la documentazione necessaria in ogni singola fase del processo di ricerca ed individuazione al fine di sottoporla all'attenzione dell'*Executive Committee*, che avrà la decisione finale sul sottoporre o meno la proposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti.

All'inizio l'*Investment Team* elaborerà un documento, denominato *Initial Investment Summary*, nel quale sono contenute informazioni generali sui settori industriali e gli scenari competitivi delle società che rientrano nei criteri formulati nella strategia d'investimento. Successivamente all'approvazione del primo, saranno elaborati altri due documenti, il *Transaction Under Consideration* e l'*Investment Memorandum*, rispettivamente, un'analisi più approfondita delle possibili *target*

⁶⁷ Cfr ibidem 66.

⁶⁸ <http://www.italinvest.com/uploads/news/id33/Decision%20makingprocedure.pdf>.

individuate il primo, e una completa *due diligence* sul *target* scelto il secondo⁶⁹.

Una volta approvato l'*Investment Memorandum*, con voto favorevole dei due terzi del consiglio di amministrazione, esso andrà a costituire la base della futura proposta di *business combination* agli azionisti⁷⁰.

⁶⁹ Cfr ibidem 68.

⁷⁰ Cfr ibidem 68.

2.3 Business combination e prime reazioni dai mercati

Dopo mesi di ricerche da parte dell'*Investment Team*, nel marzo del 2012 Italy1 Investment ha stipulato un accordo di fusione transfrontaliera con IVS Group Holding S.p.A., azienda leader nella ristorazione italiana, nonché il primo gruppo italiano nella distribuzione automatica⁷¹.

La successiva assemblea ha approvato la *business combination*, ed il 21,3% degli azionisti che hanno espresso voto negativo, hanno ottenuto la liquidazione del loro investimento⁷².

La fusione è divenuta ufficialmente efficace il 16 maggio 2012, con la cessazione dell'esistenza di IVS e il successivo trasferimento delle attività e delle passività ad Italy1, che a sua volta cambia denominazione in IVS Group, già ammessa, per mezzo della precedente IPO, alla quotazione su Borsa Italiana⁷³.

La maggioranza delle azioni e quindi il controllo della neonata società sono rimaste in capo agli azionisti di IVS, mentre il consiglio di amministrazione della società vede ora presente al suo interno il *management* promotore dell'acquisizione. Con il completamento della *business combination* sono divenuti esercitabili anche i *warrant* emessi da Italy1, che permettono l'acquisto di un'azione al prezzo precedentemente fissato di 9,30 euro.

Analizzando l'andamento in borsa del titolo IVS Group⁷⁴ nei primi 5 mesi successivi alla fusione, si evidenzia una certa stabilità del prezzo del titolo

⁷¹

<http://www.ita1invest.com/uploads/news/id65/Comunicato%20stampa%20%2006%2003012.pdf>.

⁷² <http://www.ita1invest.com/uploads/news/id88/ITA1%20-%2031%2003%2012%20Management%20Report%20-%20VS.pdf>.

⁷³ <http://www.ita1invest.com/uploads/news/id93/Comunicato%20stampa%2016-5-2012%20Efficacia%20della%20fusione.pdf>.

⁷⁴ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/miv/scheda.html?isin=LU0556041001&lang=it>

che si attesta a 9,90 euro contro i 10 euro di quotazione iniziale, con la presenza di fluttuazioni molto limitate nel periodo osservato.

La relativa stabilità del prezzo può essere spiegata dalla non ancora piena attuazione dei piani di investimento, finanziati tramite il capitale raccolto dalla SPAC, da parte dell'azienda e dalla brevità dell'orizzonte temporale considerato, tenendo presente che si tratta comunque di un investimento a medio-lungo termine.

Conclusioni

A compimento di questo percorso di analisi dello strumento d'investimento della SPAC, *special purpose acquisition company*, si può constatare come esso rappresenti una sostanziale novità, non ancora pienamente accettata e riconosciuta, nel mondo finanziario. La progressiva apertura da parte dei mercati borsistici principali statunitensi, quali il NYSE ed il NASDAQ, e l'avvenuta quotazione delle prime SPAC sui mercati finanziari europei, costituiscono dei segnali positivi circa la sua possibile piena affermazione come importante strumento d'investimento alternativo, anche se rimangono da svolgere importanti progressi in materia giuridica sul suddetto strumento.

Anche alla luce dell'attuale recessione economica mondiale, la SPAC potrebbe configurarsi come un interessante strumento di ripresa e crescita economica, mettendo a disposizione delle aziende individuate per l'acquisizione, capitali liquidi per effettuare investimenti strategici al fine di riacquisire solidità a livello aziendale e competitività nei mercati internazionali.

La SPAC, in definitiva, grazie anche alla piena tutela data all'investitore, si presenta come uno strumento moderno e dinamico, suscettibile di importanti evoluzioni nel prossimo futuro.

Bibliografia

Avery Helen, (2006), "SPAC Spat Probe Hits Wall Of Silence, Euromoney", June 2006, pp. 82-87

Barker M. Ridgway, Rueda Michael, Clarke Wendy A., (2011), "NYSE Amex Amendment Provides Additional Home to SPACs Incorporating Tender Offer", Kelley Drye & Warren LLP - Client Advisories Publications & blogs

Campo Teresa, (2011), "Sul mercato la prima spac italiana", MF – Mercati Finanziari

Cole James, Pau Lauren, (2010), "SPACS and Cash Shells", International Financial Law Review

Filippetti Simone, Gamberale torna in borsa, in Il Sole 24 ore, 7 novembre 2010

Gianni, Origoni, Grippo & Partners. (2010), "Nuovo mercato dedicato alle Special Investment Vehicles"

Goldstein Matthew, Company Man Draws Blank, thestreet.com, July 27 2006

Hester Elizabeth, "Wall Street Peddles Blank-Check IPOs as Returns Trail S&P 500", www.bloomberg.com, January 6 2008

Heyman Derek k., (2008), "From blank check to spac: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation", University Moritz College of Law

Hodge L., (2010), "SPACS: LISTING ON THE OFFICIAL LIST OR AIM", Brown Rudnick LLP-Client Alert

Kim, KabLae, (2011), "Prerequisites for an Advanced SPAC Market", Capital Market Opinion

Krus Cynthia M., Pangas Harry S., Zochowski Christopher M., (2006), "A Primer on Special Purpose Acquisition Companies", Sutherland, Asbill & Brennan LLP

Magnas Joseph R. & Foerster LLP, (2011), "A New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings", Originally published by Bloomberg Finance L.P. in the Vol. 5, No 8 edition of the Bloomberg Law Reports - Mergers and Acquisitions

Malone Scott, (2006), "Crunch Time Coming for Blank-Check Companies", Reuters news

Mengoli Stefano, Di Maggio Raffaella, (2008), "Le Special Purpose Acquisition Companies come strumento alternativo di raccolta di capitale", Finanza Marketing e Produzione, Vol. 3 Settembre 2009, pp. 86-103

Methorios Capital ,(2008), "Special Purpose Acquisition Corporation"

Mitchenall Toby, Blm builds team ahead of Italian SPAC push, Private Equity Online, 31 agosto 2010

Mueller Mark, (2008), "Mixed Signals Overseas", The SPAC Report – Vol. II, No. 8

O'Connor Colleen Marie, Spacs Take Flight on London's AIM, Greater Flexibility, Speed to Market Lures US Concept Overseas, Asset Securitization Report, November 7, 2005

Pittenger Micheal A., Grisin Cara M., (2007), When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market, American Bar Association

Riemer Daniel S., (2008), "Special purpose acquisition companies: spac and span, or blank check redux?", Washington University law review

Rubinstein Joel, (2010), "New SPAC Structure Holds Promise for Private Equity Exits", Publications & blogs

Sey-Hyo Lee, Narvaez Patrick J., Rossell Marc M., (2008), "Nasdaq Joins NYSE and AMEX in Allowing Listing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)", Chadbourne & Parke LLP – Client Alert Publications

Sheppard, Mullin, Richter & Hampton LLP, (2011), "SPACs 2.0: New SPAC Rules Changes Approved By NASDAQ And NYSE AMEX And New Market Features Make SPACs A More Attractive Investment Vehicle In 2011", The National Law Review

Wittlin Floyd & Ferris Kristen, Bingham McCutchen LLP, (2010), "Can the SPAC Make It Back? Structural Changes, Including Elimination of the Stockholder Vote to Approve an Initial Acquisition, May Help Renew Interest in SPACs", Originally published by Bloomberg Finance L.P. in the Vol. 4, No 26 edition of the Bloomberg Law Reports - Mergers and Acquisitions

Siti

www.spacanalytics.com

www.nyse.com

www.sec.gov

www.italinvest.com

www.equitasim.it

www.bancaimi.com

www.gpo.gov

www.italinvest.com

www.fdic.gov

www.sec.gov

ecfr.gpoaccess.gov

www.thestreet.com

www.aim-italia.it

www.borsaitaliana.it

nysemanual.nyse.com

www.nasdaqomx.com

www.fiduciaire-lpg.lu

www.nasdaq.com

www.nyx.com