



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra Corporate Governance and Internal Auditing

**SPAC: uno strumento di finanza innovativa
per le eccellenze del Made in Italy**

RELATORE:

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO:

Saverio Brocchi

Matr. 671581

CORRELATORE:

Prof. Simone Scettri

ANNO ACCADEMICO 2016 - 2017

*Ai miei genitori, Sofia e Paolo,
che possa un giorno essere per i miei figli
quello che loro sono oggi per me.*

INDICE

Introduzione	1
CAPITOLO I: DEFINIZIONI E MECCANISMI DI FUNZIONAMENTO	3
1.1 Cosa sono e come funzionano le SPAC.....	4
1.1.1 Fase 1: la quotazione.....	6
1.1.2 Azioni e warrant.....	7
1.1.3 Fase 2: la scelta del target.....	10
1.1.4 Fase 3: assemblea degli azionisti.....	11
1.1.5 Fase 4: la <i>business combination</i>	13
1.2.1 I gestori delle SPAC.....	14
1.2.2 Il Consiglio di Amministrazione delle SPAC.....	15
1.3 Il bilancio delle SPAC.....	17
1.4 Punti di forza e criticità delle SPAC.....	18
CAPITOLO II: NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC	23
2.1 Nascita dello strumento.....	24
2.2 La normativa di settore: <i>Blank Check Company</i> e <i>Rule 419</i>	27
2.3 Le performance della SPAC nel mercato statunitense.....	32
2.4 SPAC e normativa italiana di riferimento.....	35
CAPITOLO III: IL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO PER LE SPAC ...41	
3.1 Lo scenario economico delle PMI italiane.....	42
3.1.1 Standard europei e normativa di riferimento in ambito PMI.....	47
3.2 Dal sistema banco centrico agli strumenti di finanza alternativa.....	49
3.3 SPAC e Ipo.....	56
3.4 I mercati di riferimento per le SPAC: MIV e AIM Italia.....	59
3.4.1 MIV – Mercato degli Investment Vehicles.....	59
3.4.2 AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale.....	64
CAPITOLO IV: LE SPAC NELL’ESPERIENZA ITALIANA	69
4.1 Le SPAC in Italia: una panoramica generale.....	70

CAPITOLO V: IL CASO SPACE2 – AVIO SPA	77
5.1 Space2 – Avio SpA: panoramica generale.....	78
5.1.1 Space2: costituzione e Ipo.....	79
5.1.2 Lo <i>Sponsor</i> : Space Holding SpA.....	81
5.1.3 Space2: azioni e <i>warrant</i>	82
5.1.4 Le risorse vincolate.....	87
5.2 La società target: Avio SpA.....	89
5.2.1 Panoramica economico-finanziaria di Gruppo.....	92
5.3 La <i>business combination</i>	97
5.4 Considerazioni finali sull'operazione.....	99
CONCLUSIONI	103
BIBLIOGRAFIA	106
SITOGRAFIA	109

Introduzione

La SPAC è un veicolo di investimento collettivo, i cui promotori raccolgono risorse finanziarie nel mercato dei capitali tramite un Ipo tradizionale e, in seguito, presentano ai potenziali sottoscrittori un progetto di investimento che si estrinseca nell'individuazione di una società target con la quale realizzare un'operazione di aggregazione. A seguito della “*business combination*”¹ la target si trova così automaticamente quotata sul mercato di provenienza della SPAC, senza dover sostenere gli ingenti costi di collocamento.

Nata intorno ai primi anni novanta negli Stati Uniti, questo particolare veicolo d'investimento sta diventando un fenomeno rilevante ai fini della quotazione delle PMI italiane, offrendo una modalità più flessibile per l'accesso ai mercati nonché avvicinando il mercato dei capitali stesso all'economia reale.

I numeri mostrano che, dal 2011, delle 22 società con capitalizzazione compresa tra 50 e 500 milioni di euro che si sono quotate sull'Mta o sull'Aim Italia (escludendo quelle attive nel settore dei servizi finanziari), ben nove lo hanno fatto tramite la fusione con una SPAC². Il diffondersi di questo strumento è particolarmente interessante per il nostro sistema produttivo incentrato sulle medie imprese, delle quali storicamente si lamenta la scarsa propensione all'apertura verso i mercati finanziari. La crescita delle PMI italiane attraverso gli strumenti di finanza innovativa vede nella SPAC un veicolo di successo nell'affermare sui mercati nazionali ed esteri l'eccellenza dell'imprenditorialità italiana.

Tali veicoli sono stati apprezzati dalla comunità finanziaria ampliando la tipologia di forme

¹ La versione 2015 dell'IFRS 3 definisce *una business combination* come: “un'aggregazione aziendale avente ad oggetto l'unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio. Ad esempio: fusione, acquisizione, scissione, conferimento d'azienda, acquisizione di partecipazioni. Un'aggregazione aziendale è tale solo se l'acquirente ottiene il controllo di un'altra impresa o di attività aziendali (insieme di attività condotto per la finalità di fornire un rendimento agli investitori).

² Fonte: Borsa Italiana.

di investimento per il mercato italiano e recentemente sono state anche oggetto di riconoscimento istituzionale e di supporto nel contesto dei lavori per la legge Destinazione Italia dove alcune modifiche normative sono state promosse proprio al fine di consentire una più ottimale ed efficiente implementazione domestica.

Sebbene attualmente l'evidenza empirica riconosca alla SPAC di diritto italiano un potenziale limitato (così come l'Ipo in generale) rispetto al vasto mondo delle PMI, questo veicolo d'investimento ha il pregio di favorire l'accesso di una società operativa al mercato dei capitali e merita quindi di essere approfondito. In particolare per l'azienda di medie dimensioni la *business combination* con la SPAC può risultare una valida alternativa alla tradizionale Ipo per tempistiche, costi e formalità del processo, oltre che per le competenze manageriali apportate dai promotori della SPAC.

Di seguito, il primo capitolo approfondirà le definizioni e i meccanismi di funzionamento dello strumento soffermandosi in particolare sull'analisi della struttura della SPAC per evidenziarne gli attori coinvolti. In seguito, dopo qualche breve cenno al quadro storico entro il quale si sono sviluppate le *Blank Check Companies*, verranno delineati i caratteri salienti della riforma che ne ha trasformato il volto. Prima di passare all'applicazione italiana dello strumento in esame, verrà fornita una rapida *overview* dell'andamento della SPAC nel mercato statunitense, per vedere come tale strumento sia stato utilizzato, le performance ottenute e le critiche registrate. Infine il cuore dell'elaborato cercherà di fornire un'analisi di supporto nella valutazione degli impatti della SPAC nel mercato borsistico italiano; i principali indicatori di riferimento saranno performance di valore, andamento di titoli nonché appetibilità da parte di investitori esteri nelle PMI italiane, concentrandosi nelle eccellenze del *Made in Italy*.

CAPITOLO I

DEFINIZIONI E MECCANISMI DI FUNZIONAMENTO

1.1 Cosa sono e come funzionano le SPAC

Sebbene le SPAC, nell'ambito della normativa civilistica e dei regolamenti emanati da Consob, si presentino come società con meccanismi di funzionamento ampiamente flessibili, e sebbene esse possano essere costituite in diverse giurisdizioni ed essere quotate su mercati azionari di differenti paesi, si possono identificare le seguenti caratteristiche fondamentali che riguardano tanto i soggetti che la costituiscono quanto il suo funzionamento³.

La SPAC, *special purpose acquisition company*, si configura come uno strumento d'investimento costituito specificatamente per raccogliere capitale al fine di effettuare operazioni di fusione e/o acquisizione di aziende operative non quotate (una PMI *unlisted* ad esempio). Definita "*Blank Check Company*"⁴ nella prassi americana, deve essere necessariamente collocata in borsa tramite un Ipo, *Initial public offering*, allo scopo di raggiungere l'obiettivo stesso per la quale è stata costituita. La SPAC si presenta quindi come una "società vuota", senza veri e propri asset operativi all'infuori della cassa. Dal momento in cui avviene la *business combination* la SPAC viene incorporata nella società target attraverso una fusione inversa (*reverse merger*) e cessa di esistere ovvero viene effettuata un'operazione di acquisizione od altra *business combination* che modifica l'oggetto sociale della SPAC, trasformandola in società operativa.

La finalità perseguita da questo tipo di strumento è perciò di carattere meramente finanziario. La SPAC viene solitamente promossa da un gruppo di investitori individuali⁵ (le cui caratteristiche principali saranno specificatamente trattate nel corso del seguente elaborato) che costituiscono la società e vanno a far parte del management della stessa. Ai promotori

³ Fonte: "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa; Mini Bond, Cambiali Finanziarie, AIM, Progetto Elit, SPAC, Incentivi allo sviluppo", C.Arlotta.

⁴ Espressione che in italiano si traduce con "scatola vuota".

⁵ Di solito il gruppo dirigente della SPAC è formato da tre o più membri che vantano una riconosciuta esperienza nella gestione di imprese industriali, come operatori in M&A o nel *Private Equity*.

frequentemente spetta un quinto del capitale dell'impresa post-fusione mentre, la restante quota, va a rappresentare il così detto flottante della società.

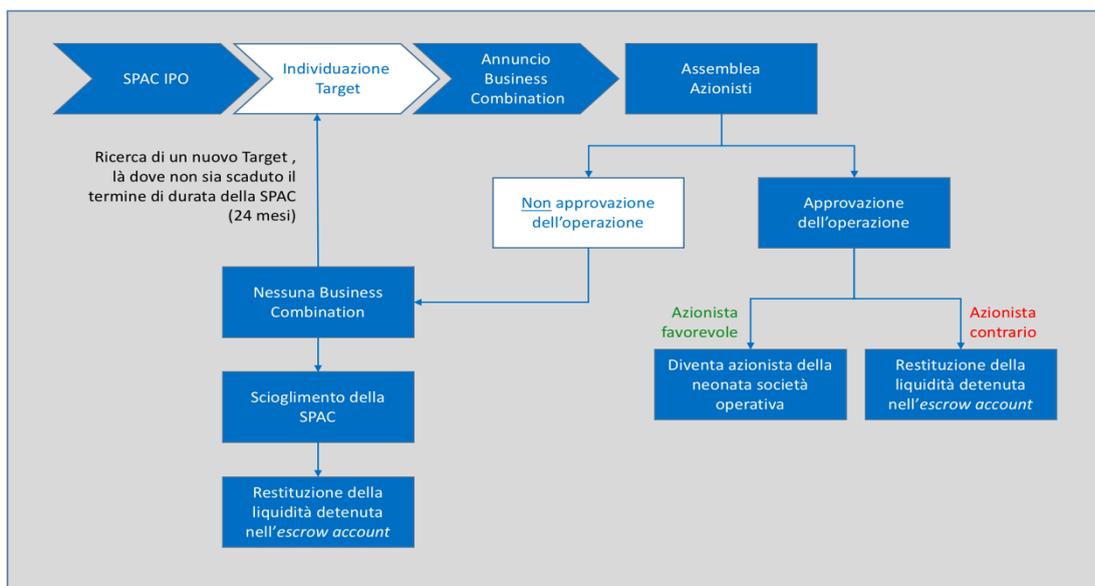
Preme sottolineare che il fenomeno SPAC non va confuso con il *reverse merger*, pratica comune nei mercati finanziari USA; in questo caso infatti la fusione si realizza con una società, sì quotata come lo è la SPAC, ma inattiva ovvero priva di *asset* (*shell company*).

Differentemente la SPAC nasce con la *mission* statutariamente prevista di condurre a quotazione una società operativa privata, mediante l'apporto di capitale, sia liquido che umano, da parte dei soci promotori.

Il ciclo di vita della SPAC è caratterizzato dalle seguenti, principali, fasi:

- I. Quotazione della SPAC;
- II. Ricerca della società target e negoziazione dell'operazione;
- III. votazione dell'assemblea dei soci (evento spartiacque ai fini della prosecuzione del *deal*);
- IV. Perfezionamento della *business combination*, ovvero scioglimento della SPAC

(Fig.1).



(Fig.1) Fonte: Industrial Star of Italy website, Ciclo di vita di una Spac.

1.1.1 Fase 1: la quotazione

Il processo di quotazione in sé risulta assai semplificato, in quanto la SPAC non ha una storia operativa alle spalle e contemporaneamente non ha sufficienti informazioni per predisporre un *business plan* verosimile visto che nessuna società target è stata ancora individuata. La gran parte delle informazioni da indirizzare al mercato riguardano infatti le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, gli impegni assunti verso i *promoter* e le strategie di investimento da adottare per l'individuazione del target.

La SPAC è inizialmente finanziata da un gruppo di soci promotori (*sponsor*) che apportano capitale proprio a titolo di rischio, per un ammontare almeno pari a quelli che saranno i costi da sostenere in fase di offerta pubblica iniziale e necessari per il funzionamento della società ("*working capital*"). Le azioni della SPAC possono avere come mercato quotato di destinazione un mercato regolamentato o un sistema di scambi multilaterale⁶.

L'ammontare versato dagli investitori che sottoscrivono le azioni in fase di collocamento, rimane indisponibile in un conto fruttifero vincolato (c.d. *escrow account*) presso una banca terza o utilizzato per sottoscrivere titoli di Stato a breve termine depositati su un *dossier* ugualmente vincolato. Agli amministratori della SPAC è di fatto reso impossibile l'accesso a tali fondi, se non nel momento in cui si realizza l'acquisizione, così che l'indisponibilità sostanziale delle risorse versate nelle casse della SPAC rendano l'investimento sostanzialmente privo di rischio.

È ormai prassi che i promotori del SPV⁷ si appellino durante la fase di raccolta a investitori istituzionali e di minoranza (sotto il 10 per cento). Gli investitori sono di diversa natura e

⁶ Mercati Regolamentati e Sistemi di Scambio Multilaterale (MTF) sono due delle tre tipologie di scambio previste dalla Direttiva Mifid sui mercati finanziari. In seguito avremo modo di comprendere come una Società quotata italiana sia soggetta a una normativa societaria diversa a seconda che le sue azioni siano negoziate su un mercato regolamentato o su un MTF.

Fonte: "*Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) In Italia*", A. Fumagalli

⁷ SPV/SPE (SPECIAL PURPOSE VEHICLE/ENTITY): Intendendo in senso generale una società creata per una specifica operazione e poi sparire, come è la SPAC.

vanno dalle Banche alle Assicurazioni, dai fondi di *Private Equity* ai Fondi Pensione, dai *Family Office* agli *Asset Management*, rivestendo un ruolo cruciale all'interno dell'intera operazione⁸.

Un ruolo fondamentale è svolto da tutti quegli investitori che, agendo come *underwriter*, sottoscrivono in anticipo una quota delle azioni in fase di emissione.

Il loro primario obiettivo è quello di verificare in primis la fattibilità dell'operazione e di assistere la società in tutte le fasi della quotazione: costituzione dei consorzi di collocamento e di garanzia, predisposizione del prospetto informativo, organizzazione dei *road show* (incontri di presentazione della SPAC agli investitori istituzionali) e determinazione del prezzo di offerta, sono solo alcuni dei compiti estremamente delicati che questi intermediari sono chiamati a svolgere. Il compenso netto (detto *underwriting discount and commission*) cui beneficiano gli *underwriter* sarà pari alla eventuale differenza positiva tra il prezzo di rivendita delle azioni e il prezzo di sottoscrizione a fermo in fase di Ipo a cui si somma una commissione solitamente pari al 3-4 per cento del valore complessivo dell'offerta. In aggiunta, per allineare almeno parzialmente gli obiettivi degli *underwriter* con quelli degli investitori, si può prevedere che una parte della remunerazione loro spettante venga liquidata solo e soltanto con il buon esito della *business combination*.

1.1.2 Azioni e *warrant*

Nel periodo di quotazione della SPAC sino alla *business combination* il prezzo di borsa è in genere molto stabile perché il veicolo vale sostanzialmente quanto la sua cassa. In aggiunta, ogni possibile impatto sul prezzo dell'azione dovuto alle aspettative di acquisizione viene evitato, perché di norma al momento dell'Ipo vera e propria la società offre a potenziali

⁸ Fonte: "Elite ed AIM Italia, Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane", C. Arlotta.

sottoscrittori delle *UNITS*⁹, cioè un mix costituito da un'azione a cui si aggiunge un *warrant* (gratuitamente assegnato ai sottoscrittori pre-Ipo).

Per valutare l'andamento dei titoli sul mercato si rende poi necessario distinguere due momenti fondamentali nella vita della SPAC: la data dell'annuncio della *business combination* e la data dell'approvazione della stessa da parte dell'assemblea. Se al momento dell'annuncio il mercato valuta l'operazione di aggregazione come capace di creare valore, il titolo reagisce, apprezzandosi, ovvero rimanendo al valore base (*floor*) nel caso in cui valuti diversamente le prospettive del *deal*. Empiricamente è peraltro frequente notare che il valore dell'azione venga influenzato in anticipo dai *rumor* di mercato anche là dove nessun accordo sia ancora stato pubblicamente reso noto. Vi è addirittura chi sostiene, poiché la decisione ultima dell'azionista sembra non possa prescindere da un necessario apprezzamento del titolo post annuncio, che il giudizio positivo dato dal mercato rappresenti a tutti gli effetti un criterio decisionale per l'esercizio del voto¹⁰. Il che equivale a dire che il mercato è in grado di leggere correttamente la qualità del *deal* proposto.

Una qualche riflessione aggiuntiva merita di essere fatta sui *warrant*, il cui prezzo per definizione riflette le aspettative del mercato. Il *warrant* conferisce al suo proprietario il diritto, ma non l'obbligo, a sottoscrivere ulteriori azioni ordinarie della SPAC a un prezzo prestabilito (solitamente compreso tra il 75-80 per cento del valore di collocamento) e può essere esercitato nel momento in cui l'operazione di aggregazione si realizza, ovvero successivamente a tale evento.

Nella SPAC esistono essenzialmente due categorie di *warrant*, le quali differiscono non tanto per diritti economico-patrimoniali, quanto per i sottoscrittori, rispettivamente *promoters*, e allora parleremo di *sponsor warrant*, e pubblico indistinto degli investitori, *market warrant*.

⁹ Fonte: Borsa italiana.

¹⁰ Fonte: "A story on SPACs", Milan Lakicevic, Milos Vulcanovic (Research paper).

Con riferimento a questi ultimi, la particolarità è rappresentata dal fatto che i singoli *warrant*, dopo un certo periodo di tempo rispetto al collocamento, possono essere scissi e ceduti separatamente dal titolo vero e proprio ed essere perciò anch'essi oggetto di quotazione¹¹ (di solito si verifica sempre tale fattispecie).

Non è infrequente poi che per rendere particolarmente attraente il profilo rischio-rendimento delle SPAC (così come avviene anche nell'ambito delle normali Ipo), si assista ad una offerta gratuita di *warrant*. Di fronte ad una tale fattispecie, non solo i sottoscrittori possono godere di una posizione particolarmente favorevole con riguardo alle aspettative di rialzo delle azioni sottostanti, ma viene offerta loro una diversificazione immediata del rischio mediante la scissione dell'investimento in due attività negoziabili separatamente.

Per concludere la descrizione di tali strumenti finanziari ed apprezzarne pienamente la portata, sulla base del linguaggio comune della teoria delle opzioni si sono individuate le seguenti caratteristiche peculiari:

- il Prezzo di Esercizio all'emissione è *in the money*¹²;
- l'opzione incorporata nel *warrant* è di tipo americano, cioè può essere esercitata a discrezione del portatore, in qualsiasi momento prima della scadenza, in un orizzonte temporale che può spingersi fino al momento della *business combination* o ad una data comunque successiva alla Ipo (istante t_0)¹³;
- la società può valutare la convenienza a favorire l'esercizio dell'opzione seconda una modalità che non preveda un'entrata materiale di cassa (c.d. modalità *cashless*). Di

¹¹ Fonte: Milano Finanza, "Ricchi con le SPAC", 22 ottobre 2016, a cura di Stefania Peveraro.

¹² Fonte: Borsa Italiana. Un'opzione si dice *in the money* quando il suo esercizio risulta conveniente: nel caso delle *call* quando il prezzo di esercizio (*strike price*) è inferiore al valore corrente del sottostante, mentre nel caso delle *put* quando il prezzo di esercizio è inferiore al valore corrente del sottostante. Le opzioni *in the money* hanno valore intrinseco positivo poiché quest'ultimo è dato dal massimo tra zero e il valore che l'opzione avrebbe se venisse esercitata immediatamente.

¹³ Fonte: "Opzioni futures e altri derivati", John Hull, Pearson edizioni 2012.

fatto, il portatore non versa alcun corrispettivo a fronte delle nuove azioni assegnategli, poiché muta il numero di azioni ottenibili da ciascun *warrant* (sulla base di un mutato Rapporto di Esercizio);

- nel caso in cui il mercato valuti positivamente la *business combination* tanto da determinare un apprezzamento significativo delle azioni (al di sopra un certo tetto di prezzo), la SPAC si riserva il diritto di riscattare i *warrant*, ad un valore simbolicamente ridotto di pochi centesimi di valuta, spingendo così i detentori ad esercitare la conversione per non perdere la ricchezza accumulata.

1.1.3 Fase 2: la scelta del target

In linea puramente teorica sembrano essere tre le caratteristiche essenziali che una società deve possedere affinché risulti appetibile agli occhi di una SPAC:

- imprese a controllo familiare orientate ad ottenere un accesso rapido e diretto alla quotazione, i cui azionisti siano disponibili ad accettare una parziale diluizione della propria quota di controllo a fronte dell'immissione di nuova liquidità con l'obiettivo di finanziare un piano di sviluppo;
- società partecipate da fondi di *Private Equity* non intenzionati a realizzare nuove "iniezioni di cassa" per finanziarne lo sviluppo e per i quali la quotazione può rappresentare a tempo debito una buona opportunità di *exit*;
- società considerate non più strategiche da gruppi nazionali o multinazionali di controllo a seguito di riorganizzazioni o mutamenti strategici dai relativi azionisti di controllo, perché interessati, ad esempio, a concentrare le proprie risorse finanziarie e l'attività del management sul *core business*.¹⁴

¹⁴ Fonte: Industrial Star of Italy website.

In sostanza, rientrano nel target tutte quelle imprese italiane di medie dimensioni che, con matrice del controllo ancora familiare, siano guidate da un management affidabile e che presentino buone performance economico-finanziarie nonché propensione all'innovazione e all'internazionalizzazione. In numeri, le SPAC approdate sino ad oggi sul mercato Aim o sul mercato principale hanno raccolto capitali da un minimo di 35 milioni di euro ad un massimo di 300 milioni di euro cadauna. Considerando che tali importi costituiscono il flottante delle società dopo la *business combination*, il valore di mercato delle società potenziali target varia da un minimo di 70/80 milioni di euro ad un massimo di 700/800 milioni di euro (con un NAV¹⁵ medio intorno ai 300/400 milioni di euro).

Non si possono indicare specifici settori di appartenenza per quanto riguarda la società target e redditività, così come capacità di generare flussi di cassa, sembrano gli unici driver per valutare l'appetibilità nel poter essere oggetto di un'aggregazione.

È tuttavia possibile procedere in negativo alla individuazione di un più ristretto gruppo di aziende candidabili; l'EBITDA non può avere una marginalità inferiore al 10 per cento e il fatturato scendere al di sotto dei 100 milioni di euro (considerando una redditività media delle PMI italiane, ad eccezione di settori particolarmente redditizi quali il lusso o particolari nicchie high tech).

1.1.4 Fase 3: assemblea degli azionisti

Dalla data di ammissione in Borsa il CdA della SPAC avrà un tempo stabilito dal proprio regolamento (generalmente tra i 18 e i 24 mesi come limite massimo) per proporre agli azionisti l'acquisizione della società identificata come possibile target.

Una volta fatta luce sulla strategia di investimento da parte dello *sponsor*, la *business*

¹⁵ Rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività della società e il numero di quote in circolazione.

combination viene sottoposta (di prassi sotto forma di lettera d'intenti siglata tra il CdA della SPAC e i soci della target) agli azionisti della SPAC. È lo stesso Statuto della società ad illustrare, in maniera più o meno dettagliata, i contenuti per la presentazione del progetto d'investimento.

L'art. 4 dello Statuto di Industrial Star of Itali S.p.A., una delle prime *special purpose acquisition company* a quotarsi sull'Aim Italia nel Luglio 2013, recita:

“[...] *La Società ha, infatti, per oggetto sociale la ricerca e la selezione di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altre imprese e di altre forme di potenziale aggregazione della società stessa con altre imprese attraverso, a mero titolo esemplificativo, ma non limitativo, fusione con l'impresa selezionata, acquisizione con qualunque modalità di legge (ivi inclusa la sottoscrizione e la compravendita) di partecipazioni nella impresa selezionata, operazioni di conferimento [...]*¹⁶”.

L'approvazione dell'operazione richiede specifiche maggioranze qualificate, statutariamente fissate tra il 65 per cento e il 70 per cento. Nel caso l'assemblea dei soci non approvi l'operazione con il previsto quorum, lo statuto della SPAC spesso prevede che si proceda alla liquidazione della società con relativo rimborso, a favore dei sottoscrittori, degli interessi maturati nel frattempo. Questa previsione assicura a tutti i potenziali investitori un ritorno minimo garantito, a prescindere dal buono o cattivo esito dell'operazione, remunerando il c.d. costo opportunità del capitale investito¹⁷. La liquidazione della SPAC avviene comunque qualora sia trascorso il periodo di vita della società senza che alcuna *business combination* sia stata proposta all'assemblea e comporta anche l'azzeramento del valore dei *warrant*.

¹⁶ Fonte: Industrial Star of Italy website.

¹⁷ Nella valutazione finanziaria degli investimenti è la misura del tasso di sconto da impiegare (analisi costi-benefici) corrispondente al rendimento migliore che si potrebbe ottenere investendo la stessa somma in altro modo e per la stessa durata.

1.1.5 Fase 4: la *business combination*

Da quanto detto dovrebbe essere chiaro che il momento più delicato nel rapporto con gli investitori della SPAC non è quello dell'Ipo in sé, bensì quello in cui si realizza la *business combination*. È quest'ultima infatti, la “vera Ipo” della SPAC perché è allora che l'azionista decide se esercitare il diritto di recesso ovvero diventare socio di una società operativa¹⁸.

La *business combination* può essere realizzata attraverso tre differenti “operazioni societarie”:

- I. acquisto di azioni della società target dagli attuali soci;
- II. sottoscrizione di azioni di nuova emissione della target;
- III. fusione, inversa o diretta, tra la SPAC e la target.

L'evidenza empirica mostra che nella quasi totalità dei casi, assistiamo ad una combinazione di queste tre modalità, tenendo sempre bene a mente che la fusione risulta essere “l'esito naturale” dell'intera operazione di aggregazione aziendale.

Quanto appena detto permette di comprendere che una SPAC può realizzare la propria *business combination* sia mediante l'acquisizione del controllo della target, sia “conferendo” la propria liquidità a quest'ultima e ricevere così una partecipazione di minoranza.

Nel caso la maggioranza dei soci esprima voto favorevole si procederà con l'acquisizione, in caso contrario si potranno proporre altre società target sino alla data limite dei 24 mesi successivi alla quotazione. L'implementazione prima, e l'accettazione poi, della *business combination* entro i termini previsti, riserva comunque agli azionisti che hanno espresso voto contrario un meccanismo di *exit* “di tutela”; si prevede infatti, la facoltà di esercitare il diritto di recesso pro-quota per gran parte di quanto versato in una percentuale prestabilita generalmente compresa tra il 95 ed il 100 per cento.

Peraltro, essendo la SPAC quotata, gli investitori dissenzienti hanno la possibilità di cedere

¹⁸ Fonte: “Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia”, Marco Fumagalli.

sul mercato le loro azioni, ritenendo l'attuale quotazione premiante rispetto al valore di libro. Se il progetto ha funzionato, la società target viene assorbita nella SPAC e si trova automaticamente quotata; gli investitori diventano soci dell'azienda operativa e la SPAC giuridicamente sparisce, andando a costituire il flottante della società.

Dal momento che uno dei requisiti per poter essere "eleggibile" come target consiste nell'essere guidata da un management capace e dotato di radicate competenze nel settore di appartenenza, è proprio quest'ultimo che continua a occuparsi dell'attività industriale tradizionale, sedendo nel Consiglio di Amministrazione.

I promotori/amministratori sono remunerati solo in caso di approvazione della *business combination* tramite l'assegnazione di azioni della stessa SPAC, abitualmente ottenuta con l'esercizio di *warrant* che erano stati conferiti loro sin dalla costituzione della società speciale.

1.2.1 I gestori delle SPAC

Come abbiamo avuto modo di comprendere, la costituzione della SPAC avviene ad opera di soci promotori (management team o promoters o sponsors¹⁹), in genere persone fisiche, che apportano i capitali iniziali necessari per finanziare la gestione operativa e le spese correnti della SPAC fino alla realizzazione dell'Ipo, assumendo la carica di amministratori della società. Sono costoro, infatti, che mettono a rischio i primi denari necessari per lanciare l'iniziativa: spese di costituzione, avvio e quotazione della SPAC, onere di completamento del progetto, identificazione e proposta di un candidato adeguato per la *business combination*. In aggiunta a quanto appena detto, sulle spalle dei gestori va allocato pure parte del rischio derivante da una mancata accettazione del target da parte della maggioranza degli azionisti che hanno sottoscritto l'offerta pubblica iniziale.

¹⁹ Di seguito si utilizzeranno indistintamente questi tre termini come sinonimi anche se, in talune fattispecie di SPAC, promoters (soggetti che apportano il capitale di rischio) e management team possono non coincidere in toto.

A fronte di tutto ciò è inoltre da sottolineare che gli amministratori non ricevono un vero e proprio compenso; a differenza dei fondi di *Private Equity* infatti, la SPAC non prevede delle commissioni sul capitale raccolto o un salario a favore del gruppo manageriale. Unica ricompensa prevista in un'operazione di aggregazione mediamente SPAC è rappresentata dall'assegnazione in favore dei promotori di una partecipazione sociale solitamente pari al 20 per cento delle azioni da emettere, ad un prezzo simbolico (solitamente inferiore ad €1; le c.d. "azioni dei fondatori"). Tali "azioni speciali" non godono del diritto di voto in assemblea; i promotori non decidono sulla *business combination* e la loro influenza in assemblea si manifesterà solamente una volta realizzata l'operazione e raggiunti certi livelli di performance.

Di solito il gruppo dirigente della SPAC è formato da tre o più membri che vantano una riconosciuta esperienza nella gestione di imprese industriali, come operatori in M&A o nel *Private Equity*. Dopo l'acquisizione, i fondatori siedono nel Consiglio di Amministrazione del target, di solito occupandosi dei temi strategici e delle relazioni con gli investitori, impiegando i loro anni di maturata esperienza e il loro accesso ai mercati finanziari per sostenere l'espansione della società industriale e incrementarne il valore.

1.2.2 Il Consiglio di Amministrazione della SPAC

La vera decisione se realizzare o meno l'operazione di aggregazione passa dall'assemblea degli azionisti, come visto nel paragrafo 1.1.4. Questa assunto, conduce a una sottovalutazione delle questioni riguardanti la composizione e il funzionamento del Cda della SPAC poiché giudicate di scarso interesse.

In realtà sono molteplici le dinamiche che si concentrano all'interno dell'organo gestorio di un tale strumento di finanza innovativa, in larga parte connesse al segmento di mercato nel quale la SPAC si quota, rispettivamente sul mercato regolamentato MIV o su AIM Italia.

Nel primo caso infatti, accanto alla obbligatoria Relazione sul Governo Societario²⁰, Borsa Italiana raccomanda l'adesione al Codice di Autodisciplina (di cui ogni SPAC quotata nel suddetto mercato dovrà comunicare il proprio grado di adesione). In linea con le disposizioni del Codice, il *Board* dovrà essere composto da un adeguato numero di amministratori non esecutivi e indipendenti oltre che dai *promoters*, raccomandazione questa, che va letta con l'obiettivo di creare comitati interni che assistano il CdA nello svolgimento dei suoi poteri/doveri.

Resta da interrogarsi sul fatto se vi siano dei profili, oltre a quelli esplicitamente trattati dal Codice, per i quali sia opportuno un coinvolgimento diretto degli amministratori indipendenti, come tutela ulteriore per gli investitori così come per un più efficace funzionamento delle SPAC²¹.

Un primo aspetto da valutare riguarda la proposta (o eventualmente le proposte se più di una) che il CdA presenta in assemblea circa l'azienda target individuata con la quale realizzare la *business combination*. Al riguardo, le attuali regole del Nasdaq richiedono ad esempio l'approvazione anche da parte della maggioranza degli amministratori indipendenti, quale maggioranza qualificata ai fini del buon esito dell'operazione. Una tale impostazione richiede che siano valutate due distinte fattispecie a seconda che l'operazione presenti o meno profili di conflitto di interessi. In assenza di tali dissidi l'intervento degli indipendenti verrebbe a configurarsi come un'ingerenza ingiustificata e diminutiva nei confronti del *management team*.

La cosa assume una connotazione molto più interessante invece, quando intrinsecamente e/o estrinsecamente l'operazione presenti potenziali conflitti di interessi interni; ciò ha spinto il nostro legislatore a prevedere, per le SPAC di diritto italiano (nella forma di S.p.A. così come

²⁰ L'art 123-bis TUIF, prevede in primis l'obbligo di redigere la Relazione sulla Gestione all'atto della quotazione così come, in seguito, con cadenza annuale.

²¹ Fonte: "Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia", Marco Fumagalli.

verrà approfondito nel paragrafo 2.4), la sottoposizione al Regolamento Operazioni con Parti Correlate di Consob²².

Ulteriore strumento di tutela, per le sole SPAC quotate sul MIV, ha ad oggetto l'attuazione di una vera e propria Politica di Gestione dei Conflitti di Interesse (avente ad oggetto sia il conflitto latente in operazioni con parti correlate, che fattispecie più generali ma comunque suscettibili di creare un disallineamento rilevante tra gli interessi dei promoter e quelli degli investitori). Una tale Politica trova ancora più ragione in tutte quelle circostanze in cui gli amministratori non si dedichino in via esclusiva alla gestione della SPAC, ma svolgano, come per loro "natura", altre attività dirigenziali/imprenditoriali.

1.3 Il bilancio delle SPAC

Come ben noto, una società quotata nei mercati regolamentati di Borsa Italiana ha l'obbligo di redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, mentre nei mercati non regolamentati, come l'AIM, l'applicazione di detti principi rimane una facoltà, essendo la società libera di optare per la normativa civilistica integrata dagli OIC.

Di seguito, per ragioni di chiarezza e completezza informativa, si vuole fornire un confronto tra le voci di bilancio maggiormente significative a seconda dell'applicazione dei principi contabili italiani o internazionali.

In merito a questi ultimi, lo IAS32 imputa a PN tutti i costi direttamente connessi alla quotazione, valorizzando da un lato, gli strumenti finanziari emessi dalla SPAC, e dall'altro, il diritto d'opzione riconosciuto all'azionista dissenziente. Lo stesso IAS32 prevede poi un duplice trattamento dei warrant emessi in fase di collocamento iniziale, o come passività o come strumento rappresentativo di capitale (in Italia, per le SPAC che hanno adottato i

²² Consob nel marzo 2010, con il Regolamento 17221 ha dato attuazione all'art. 2391-bis c.c. che impone l'adozione di procedure volte a garantire la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, grazie al prezioso ruolo svolto dagli amministratori indipendenti.

principi contabili internazionali, si prevede la contabilizzazione come passività, con riflesso a conto economico della variazione del *fair value* di fine esercizio).

Di tutta altra matrice il bilancio redatto da una SPAC che adotta i principi contabili nazionali. In particolare si evidenzia la capitalizzazione dei costi di collocamento (oneri pluriennali) che vengono ammortizzati lungo la vita della società, perciò in un orizzonte temporale massimo di due anni. Sempre all'attivo si evidenzia un ingente credito IVA relativo alle consulenze professionali e alle ritenute subite sugli interessi attivi sui conti correnti bancari. La normativa nazionale attribuisce poi grande importanza alla composizione quali-quantitativa dei depositi bancari di cui la SPAC dispone in seguito al procedimento di raccolta iniziale; nello specifico tali risorse vengono suddivise tra importi vincolati e quelli che invece risultano disponibili per la gestione operativa dell'azienda.

1.4 Punti di forza e criticità delle SPAC

Il progetto di quotazione di una PMI tramite SPAC, se ben identificato e inquadrato dai promotori in una logica di sviluppo del business, offre indubbiamente un'ampia gamma di vantaggi a tutti i soggetti coinvolti nell'operazione.

Con riferimento a chi l'operazione la rende realizzabile, i promotori, i principali benefici possono essere rappresentati da:

- ritorno interessante dell'investimento, se consideriamo in termini assoluti le operazioni SPAC effettuate negli USA (9 quelle realizzate in Italia, e specificatamente trattate a partire dal Capitolo IV) e il fatto che il successo imprenditoriale dell'iniziativa, così come i compensi, siano esclusivamente legati al compimento della *business combination* e alla successiva rivalutazione del valore dell'azione della società;
- concreta possibilità di stabilire le regole del gioco, in quanto a rapporti con gli

investitori, relazione diretta con l'imprenditore "target" (vista la loro affermata esperienza nel mercato dei capitali);

- limitato investimento iniziale. Basti pensare che le risorse di cui è necessario dotare una SPAC in fase di costituzione si stimano intorno al 3-3,5 per cento della dotazione finanziaria totale. Tale raccolta è esclusivamente diretta a garantire l'operatività della SPAC nonché la sua ammissione alla quotazione.

Sul fronte degli investitori i maggiori benefici, anche alla luce di opportunità alternative di investimento, sono identificabili nei seguenti:

- investimento con orizzonte temporale limitato nel tempo (con una durata che varia, come visto in precedenza, dai 18 ai 24 mesi);
- investimento quasi privo di rischio, soprattutto durante la fase iniziale, in cui il capitale raccolto rimane indisponibile in un conto corrente vincolato;
- assoluta liquidità dell'investimento vista l'assenza di oscillazioni rilevanti del titolo che lo rendano difficilmente trasformabile in cassa;
- assenza di management fee da corrispondere ai promotori. A differenza di un fondo di *private equity*, dove il ritorno sull'investimento si manifesta primariamente a favore del gruppo di manager che guidano l'iniziativa, l'investimento in SPAC non prevede un diretto riconoscimento della *fee* ai promotori, se non tramite la partecipazione in azioni della società che risulta dalla *business combination*;
- piena facoltà nell'esprimere il proprio voto favorevole in sede di delibera ovvero esercitare il diritto di recesso. Con questa seconda opzione abbiamo visto già nei paragrafi precedenti, che la perdita sarebbe minima e relativa al costo opportunità derivante dal mancato incasso degli interessi (comunque più che compensata dall'esercizio dell'opzione);

Infine non va dimenticato il punto di vista di chi, da azionista di una società non quotata, tramite una SPAC si trova automaticamente ad operare in un mercato “aperto”, potendo beneficiare delle risorse finanziarie che vi ci transitano, l'imprenditore. Al riguardo i principali benefici sono:

- ingente e immediata iniezione di cassa disponibile per la realizzazione di capex (e in generale per lo sviluppo dell'azienda), a fronte di una partecipazione di minoranza tale da non pregiudicare l'esercizio del controllo;
- processo di quotazione in Borsa semplificato. La società incorporata nella SPAC a seguito della *business combination* si trova automaticamente quotata in un mercato regolamentato o all'AIM²³, senza dover sostenere gli elevati costi necessari per un'operazione di Ipo. Di contro si noti che la presenza in Borsa di una società richiede adempimenti, costi di gestione e strutture di *Corporate Governance*, a loro volta generatrici di costi;
- ridotti margini di incertezza nel determinare il valore dell'azienda target in fase di negoziazione. A differenza di un Ipo diretta dove il prezzo dell'azione viene stabilito dagli andamenti correnti quanto incerti del mercato, qui tutti i termini dell'operazione vengono determinati ex-ante rispetto alla quotazione;
- socio di minoranza con “via di uscita” già delineata. Se le classiche strategie di disinvestimento di un fondo di *Private Equity* richiedono necessariamente l'ingresso di un nuovo investitore, nelle SPAC la *way out* si realizza tramite la collocazione dei titoli direttamente nel mercato borsistico senza distogliere l'imprenditore dalla guida dell'azienda.

Parallelamente a punti di forza appena evidenziati, il modello SPAC ha messo in evidenza

²³ Si è voluto qui entrare nel dettaglio di quella che è la prassi della regolamentazione italiana in tema di SPAC, anticipando in parte l'applicazione nazionale dello strumento in questione.

alcuni aspetti sicuramente migliorabili, e talune volte da considerarsi come criticità, tra cui i più rilevanti sono;

- complessa gestione del diritto di recesso. Il fatto che il recesso esercitato da una percentuale che sia aggira intorno al 30 per cento degli investitori possa determinare l'insuccesso dell'aggregazione aziendale, pone i promotori in una situazione critica che li vede pesantemente focalizzati nel convincere gli investitori della virtuosità dell'azienda target entro e non oltre i termini perentori cui abbiamo accennato in precedenza. Rimane comunque da valutare che l'esercizio del recesso in una percentuale tale da non determinare l'insuccesso dell'operazione, sottrae risorse finanziarie alla SPAC e quindi all'azienda incorporata;
- set informativo pre-*business combination*. Non appena la SPAC diventa a tutti gli effetti una società quotata su di un mercato regolamentato, si pongono su di essa, meglio sui suoi gestori, degli obblighi informativi non soggetti a deroghe, in merito a qualsiasi operazione rilevante che venga effettuata, nel caso di specie, la *business combination*. In tale ottica, risulta particolarmente delicato il periodo che intercorre dalla data dell'annuncio della possibile identificazione della società target e la data dell'effettiva approvazione del progetto da parte dell'assemblea. In questo lasso temporale i promotori hanno l'onere di presentare tutte le informazioni rilevanti (indicatori di performance, trend storici e *business plan*) dell'azienda target ritenute indispensabili dagli investitori per decidere sulla validità o meno dell'aggregazione. Mentre il mercato riflette il suo parere mediante fluttuazioni del prezzo di borsa, imprenditore e i promotori sono impegnati nell'esplicitare informazioni sensibili e strategie prospettiche che, in caso di mancata approvazione dell'operazione, rischierebbero di compromettere gli andamenti futuri di mercato e di generare danni reputazionali;

- potenziali conflitti di interesse. La normativa di settore emanata da Borsa Italiana prevede, come illustrato al paragrafo 1.2.2, tra i requisiti fondamentali per la quotazione delle SPAC, la redazione di un prospetto esplicitante la gestione del conflitto di interessi per quanto riguarda i vari soggetti coinvolti. Le casistiche più interessanti riguardano da un lato, il caso in cui il promotore sia direttamente o indirettamente anche investitore e, dall'altro, quello in cui questo stesso soggetto possa trovarsi in concorrenza con la SPAC nella ricerca di un *target* nel suo ruolo abituale di operatore di mercato.

CAPITOLO II
NASCITA E SVILUPPO DELLA SPAC

2.1 Nascita dello strumento

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* (SEC) e dal *National Association of Securities Dealers*, che si differenziasse da quella delle *Blank Check Companies*²⁴; con la collaborazione dello studio legale *Grabaud Miller*, si giunse quindi, alla costituzione del primo modello di SPAC. L'intenzione di Nussbaum era quella di creare una *Blank Check Company* "ibrida", vale a dire in parte, sottostante alle direttive della neonata *Rule 419*, ed in parte esente dalla stessa. Tale norma disponeva specifiche 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.

È interessante notare come una delle principali novità introdotte da Nussbaum, riguardò le dotazioni patrimoniali del nuovo strumento finanziario; disponendo di un patrimonio netto superiore ai 5 milioni di dollari, il nuovo veicolo veniva di fatto esentato dal seguire i dettami della *Rule 419* poiché i relativi titoli emessi non rientravano nella definizione di "penny stock"²⁵.

Di contro però, Nussbaum si trovò quasi costretto ad aderire a tutte le restrizioni presenti nel testo di legge al fine sia, di attrarre nuovi investitori timorosi nei riguardi delle abusate

²⁴ 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. Si rimanda al paragrafo 1.2 per ulteriori chiarimenti in merito alle differenze tra i due strumenti.

²⁵Viene 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.

Blank Check Company, sia di non andare contro gli stringenti 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* “ibride” delle quali dodici completarono con successo le rispettive acquisizioni. Questo fu l’evento che sancì la nascita della SPAC vedendole principalmente presenti nei settori della tecnologia, salute, logistica, media, commercio e telecomunicazioni.

Sebbene per legittimare agli occhi del mercato il nuovo veicolo, Nussbaum avesse puntato su un management esperto, altamente professionale e rispettato negli ambienti borsistici e sebbene vi fossero stati dei primi positivi esempi di *business combination*, tale strumento inizialmente non riscosse un grande successo. Negli anni novanta il mercato mobiliare era infatti in un periodo di euforia ed anche le piccole società riuscivano facilmente a raccogliere fondi attraverso l’Ipo.

Nel 2003 però ci fu una ripresa d’interesse per una concomitanza di fattori. Innanzitutto la scarsità di *mid-cap* quotate promettenti che, combinata con la tendenza all’accrescimento dimensionale dei fondi di *Private Equity*, spinse diversi imprenditori alla ricerca di fonti alternative di capitale di rischio. Contemporaneamente la tumultuosa crescita degli *hedge fund* e dei patrimoni gestiti, unita ai bassi ritorni dei prodotti d’investimento tradizionali, resero nuovamente attraente il profilo rischio-rendimento delle SPAC.

La definitiva affermazione sul mercato statunitense arrivò a partire proprio dal 2003 quando, a causa della situazione congiunturale del paese e dello scoppio della bolla di internet, ci fu una brusca frenata all’investimento in borsa e le opportunità per le piccole aziende si ridussero drasticamente. La SPAC diventò così uno strumento alternativo per la quotazione, complementare ai tradizionali meccanismi di Ipo.

Agli occhi degli investitori anche meno esperti, la SPAC si dimostrò in questa fase un valido ed innovativo veicolo in cui impiegare le proprie disponibilità; dotata di un orizzonte

temporale limitato, adeguate garanzie a protezione del capitale e con aspettative di profitto potenzialmente buone, la sua “appetibilità” aumentò progressivamente.

Il numero sempre crescente di SPAC lanciate sul mercato, ha successivamente ridato notorietà allo strumento, osservando rispettivamente, una rapida crescita nel volume e nel numero delle transazioni, arrivando così a rappresentare nel 2007 il 26,6 per cento²⁶ del totale del mercato delle Ipo negli USA.

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*, a differenza di quelle di prima generazione che erano gestite da piccole e specializzate banche d’investimento.

Dal 2008 la crisi ha inciso anche su questi strumenti e il numero di Ipo è calato drasticamente. Molte SPAC sono rimaste a lungo quotate senza trovare alcuna società da acquisire o avendo perso il confronto con i *Private Equity* e gli investitori industriali. Quelle che hanno concluso un *deal*, hanno spesso dovuto farlo pagando valutazioni inflazionate da questa competizione, ricevendo quindi poco riconoscimento in borsa.²⁷

La SPAC sembra, perciò, trovare spazio in periodi caratterizzati da condizioni congiunturali critiche con riferimento al mercato Ipo e *M&A* facendo normalmente seguito a shock economici settoriali che portano le imprese ad avere esigenze di ricambi manageriali. Più in generale la SPAC aumenta le opportunità di quotazione rendendo più semplice e meno oneroso l’accesso al mercato dei capitali da parte della società target.

²⁶ Fonte: Spacanalytics.com.

²⁷ Le performance finanziarie della SPAC nel mercato americano saranno oggetto di specifica trattazione nel corso dell’elaborato a conclusione del Capitolo II.

2.2 La normativa di settore: *Blank Check Company* e *Rule 419*

Le prime norme di tutela che hanno avuto come specifico oggetto le SPAC si devono rintracciare nel mercato stesso in cui questo strumento ha avuto origine, gli Stati Uniti. La *Securities and Exchange Commission* (SEC), ente federale statunitense preposto alla vigilanza del mercato mobiliare, identifica con il termine di *Blank Check Company* “qualsiasi persona giuridica che emette *penny stocks* e che non presenta alcuno specifico *business plan* o scopo, ovvero che il suo *business plan* è quello di fondersi o di acquisire una o più società non ancora identificate”²⁸.

Le *penny stocks* sono azioni con valore nominale non superiore a 5 dollari, quotate in mercati secondari, appositamente create per le società a bassa capitalizzazione, le cui attività tangibili nette non vanno oltre i 5 milioni di dollari. Questo tipo di mercati, definiti *over the counter*, non erano in passato soggetti ad una specifica disciplina e i titoli in esso negoziati, così come gli operatori ammessi, non necessitavano della preventiva autorizzazione della SEC. I meccanismi di funzionamento possono essere brevemente sintetizzati come segue.

Le azioni venivano scambiate direttamente tra due parti e il prezzo si basava sull'incontro tra domanda e offerta. L'assenza di un listino di quotazione, di un organismo centrale di compensazione, di regole per lo svolgimento della contrattazione e la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili determinava una forte varianza sui rendimenti degli stessi titoli. Per tale motivo nel mercato non regolamentato l'investimento risultava essere più rischioso e con un grado di liquidità generalmente inferiore a quello dei mercati regolamentati, prestandosi così ad un utilizzo più speculativo.

L'assenza di trasparenza e di una normativa di tutela e prevenzione creò le condizioni, negli anni ottanta, per il diffondersi di pratiche illecite di manipolazione del valore. Negli Stati Uniti tra il 1987 e il 1990 vi erano approssimativamente 2.700 offerte del tipo *Blank Check*

²⁸ Par. 7 del Securities Act. del 1933.

per un aggregato di 9,59 miliardi di dollari²⁹. Non è chiaro quanto di questa somma fu effettivamente raccolta o usata per acquistare nuove società, quello che è certo è che le frodi messe in atto divennero dilaganti dovendo i promotori solo svelare che la società non aveva attività ma sperava di costruire un business attraverso una fusione od acquisizione.

Per porre fine a questi abusi fu necessario l'intervento del Congresso che, attraverso un emendamento del Securities Act del 1933, attribuì specifici poteri alla SEC al fine di regolamentare le *Blank Check Companies*.

Tali funzioni si estrinsecavano nella facoltà di fissare dei requisiti per la divulgazione dell'offerta pubblica iniziale (Ipo), nel limitare l'uso dei proventi derivanti dalla sottoscrizione nonché nel regolare l'emissione dei titoli e dare il diritto di recesso agli azionisti. Fu alla luce di in un tale contesto che nel 1992 venne così introdotta la *Rule 419*, regolamento che si applicava a tutte le società che congiuntamente rispettavano da un lato, la definizione di *Blank Check Company* e, dall'altro, quotavano a meno di 5 dollari (o la cui capitalizzazione fosse inferiore ai 5 milioni di dollari).

Le novità introdotte possono essere così sintetizzate:

- venne introdotto l'obbligo di depositare almeno 80 per cento delle risorse nette raccolte in fase di sottoscrizione pubblica iniziale in un conto vincolato di garanzia, indisponibile fino all'acquisizione della società target. Il restante 20 per cento dei proventi netti raccolti restava a disposizione dei gestori della *Blank Check Company*, potendo essere da essi impiegato per l'amministrazione *day-by-day* della società e per coprire i costi relativi all'individuazione della potenziale target con la quale realizzare la *business combination*;
- i titoli emessi in fase di Ipo non potevano circolare liberamente fino al

²⁹ Fonte: Spacanalytics.com.

completamento dell'acquisizione mentre, gli eventuali *warrant* ad essi collegati, erano esercitabili da subito, fino a scadenza;

- il valore della società target (cioè l'ammontare corrispondente al maggiore tra *fair value* e la somma degli asset) doveva essere pari almeno all'80 per cento dei proventi netti derivanti dall'Ipo;
- in fase di sottoscrizione gli amministratori della *Blank Check Company* erano obbligatoriamente tenuti a compilare un prospetto di collocamento, tecnicamente chiamato *registration statement*³⁰, che contenesse i termini principali dell'offerta. Successivamente, al momento dell'individuazione della società target operativa con la quale fondersi, il modulo doveva essere aggiornato inserendosi tutte le informazioni più rilevanti a contenuto economico, patrimoniale e finanziario di quest'ultima. Un'ulteriore e definitiva modifica del prospetto si rendeva necessaria quando l'acquisizione veniva portata a termine. In questo caso gli amministratori erano tenuti ad informare gli investitori dell'avvenuta operazione e da quel momento agli azionisti era riservato un termine (minimo di 20 giorni e massimo di 45) per dichiarare se intendevano rimanere soci o meno. Chi sceglieva di recedere dalla società aveva diritto alla restituzione della quota e degli interessi da questa maturati, meno le spese (commissioni di sottoscrizione e competenze dell'intermediario);
- la mancata realizzazione della *business combination* entro il termine perentorio dei 18 mesi dall'avvio della quotazione determinava lo scioglimento automatico della società e la restituzione ai soci, pro quota, delle risorse depositate nel conto di garanzia vincolato.

³⁰ Il *Registration Statement* è un documento contenete informazioni sull'attività, sui dati finanziari e sul management della società oggetto di Ipo.

La stringente normativa sopra brevemente descritta, rese praticamente impossibile il completamento di acquisizioni da parte delle *Blank Check Companies* e con esse l'applicazione pratica di quello che agli occhi dei potenziali investitori poteva sembrare una via alternativa ed efficace alla quotazione in borsa.

In particolare, visto che gli azionisti esercitavano il diritto di recesso una volta che l'acquisizione era stata annunciata, gli amministratori si trovano nell'impossibilità di sapere con esattezza quanto capitale fosse disponibile finché non fosse scaduto il termine per il recesso. Non potendo quindi avere la certezza che i proventi netti da sottoscrizione sarebbero stati tutti concretamente disponibili per l'acquisizione, diventava pressoché impossibile qualsiasi trattativa con la società target.

La società di intermediazione finanziaria di Nussbaum, già attiva nel mondo delle *Blank Check Companies*, decise di ovviare a questa *impasse* creando un nuovo veicolo d'investimento che non rientrasse nell'applicazione di tale normativa ma che, allo stesso tempo, incorporasse volontariamente nei termini dell'offerta una serie di previsioni sul prototipo della neonata *Rule 419*.

Tale "assoggettamento" preventivo gli avrebbe consentito infatti, una volta ricevuto il giudizio positivo della SEC, di superare un ostacolo bene più rilevante: trasmettere fiducia ai potenziali sottoscrittori.

Naturalmente il modo più veloce per evitare il pieno assoggettamento giuridico alla disciplina della *Rule 419* fu quello di superarne i limiti quantitativi: l'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione della SPAC puntava a raccogliere un importo superiore ai 5 milioni di dollari così come il prezzo di sottoscrizione in fase di quotazione era fissato sopra i 5 dollari. Infine si giunse alla creazione di uno strumento finanziario ibrido, le cui caratteristiche fondamentali, tutt'ora in vigore nel mercato americano, sono di seguito illustrate:

- anche per la SPAC esiste l'obbligo di depositare in un conto fiduciario vincolato

- almeno l'80 per cento delle somme nette raccolte in fase di sottoscrizione iniziale;
- il valore della società target deve corrispondere ad almeno l'80 per cento degli asset netti posseduti dalla SPAC al momento in cui viene proposta l'acquisizione, escludendo i fondi usati per il capitale circolante, i ricavi da investimento ed altre fluttuazioni in valuta;
 - la principale novità introdotta riguardò i termini entro i quali portare a termine la *business combination*. Sebbene inizialmente anche la SPAC dovesse concludere l'acquisizione entro i 18 mesi, tale scadenza si dimostrò fin da subito non perentoria, prevedendo la possibilità di allungare il periodo di ulteriori 6 mesi qualora fosse stata presentata alla SEC una lettera d'intenti per una futura acquisizione, sottoscritta con la società target. Al termine dei 24 mesi, là dove la SPAC non avesse o non fosse stata capace di realizzare l'operazione di aggregazione, si prevedeva la cessazione della stessa società con conseguente liquidazione dei suoi soci. Con l'andare del tempo, tuttavia, la distinzione tra questi due periodi è venuta meno e le più recenti linee guida fissano un totale di 24 mesi per raggiungere lo scopo³¹;
 - un secondo elemento di forte differenziazione con la *Rule 419* è rappresentato dal ruolo molto più attivo che gli azionisti della SPAC sono chiamati a svolgere all'interno della stessa, e ciò sotto un duplice aspetto in tema di approvazione dell'operazione di acquisizione.

Infatti si richiede da un lato, che la maggioranza dei soci esprima il proprio voto favorevole alla stessa operazione e che, dall'altro, i soci contrari che manifestino la propria volontà di recedere dalla società, non superino una certa soglia, appositamente fissata nel prospetto di collocamento;

³¹ Cumming, Hass, Schweiser, 2014, 198.

- ultima differenza con la *Rule 419* riguarda la circolazione dei titoli. Per risultare uno strumento appetibile anche agli occhi degli investitori istituzionali si è disposto che azioni e *warrant* possano circolare separatamente. La negoziazione delle azioni può avere luogo immediatamente, fin dalla loro quotazione, mentre quella dei *warrant* dopo che sia trascorso un certo periodo di tempo, statutariamente fissato. I *warrant*, però, possono essere esercitati solo al completamento dell'operazione di acquisizione e comunque dopo che sia trascorso un anno dalla loro emissione. Tale previsione introduce una tutela per l'azionista non di scarso valore se si pensa che, di fatto, garantisce l'invariabilità delle quote detenute da ciascun investitore fino al completamento dell'acquisizione.

2.3 Le performance della SPAC nel mercato statunitense

Come affermato nei paragrafi precedenti, gli Stati Uniti hanno presentato le condizioni migliori, ormai più di venti anni fa, per la nascita prima, per lo sviluppo poi della SPAC. In virtù di questo, al fine di fornire una rappresentazione il più possibile oggettiva della portata dello strumento e per valutare un potenziale modello di scalabilità nel contesto italiano, di seguito si presentano brevemente le performance economico-finanziarie storiche delle SPAC sul mercato borsistico di *Wall Street*.

Nel complesso, negli USA dal 2003 sono state quotate 252 SPAC con una raccolta complessiva di 35,6 miliardi di dollari. Il taglio medio delle Ipo è nell'ordine di 128 milioni di dollari, relativamente piccolo per il mercato di riferimento (Tavola 1).

Complessivamente, solo il 57 per cento (142 SPAC su un totale di 252) hanno trovato una società da acquisire, registrando però una buona performance media (circa il 9.6 per cento)

rispetto all'indice comparabile Russell 2000³² (Tavola 2).

Sintesi della raccolta delle SPAC statunitensi			
Anno	Numero di SPAC	Dimensione media (\$ m l)	Raccolta (\$ m l)
2017	3	300	900
2016	13	268	3,489
2015	20	195	3,902
2014	12	146	1,750
2013	10	145	1,447
2012	9	55	491
2011	16	69	1,110
2010	7	72	503
2009	1	36	36
2008	17	226	3,842
2007	66	183	12,093
2006	37	92	3,384
2005	28	76	2,113
2004	12	40	485
2003	1	24	24
Totale	252	128	35,569

(Tavola 1) Fonte: Spacanalytics.com, dati aggiornati al 30/03/2017

Attività svolte dalle SPAC statunitensi			
	Numero	Raccolta (\$ m l)	Risultato medio annuo delle SPAC
SPAC alla ricerca di Target	27	6,107	3.0%
SPAC che hanno annunciato un'acquisizione	5	760	2.1%
SPAC che hanno completato l'acquisizione	142	18,549	9.6%
SPAC liquidate	78	10,155	0.0%
Totale	252	35,570	3.7%

(Tavola 2) Fonte: Spacanalytics.com, dati aggiornati al 30/03/2017

Per apprezzare correttamente tale risultato, oltre a considerare la distorsione statistica di qualsiasi media, occorre per altro considerare il difficile momento di mercato in cui versavano e ad oggi versano la gran parte delle operazioni finanziarie che riguardano imprese ad alto tasso di crescita, il target abituale per le SPAC.

Ben più preoccupante, all'intero del sopra descritto scenario, è il fatto che 27 SPAC, con

³² Il Russell 2000 è l'indice statunitense che include circa i 2,000 titoli più "piccoli" presenti sul mercato e rappresenta il *benchmark* più utilizzato per le valutazioni delle performance delle principali *small-medium cap* quotate. Le società che entrano nel Russell 2000 hanno, in media, una capitalizzazione di mercato di compresa tra i 530 milioni e gli 1,4 miliardi di dollari.

oltre 6,1 miliardi di dollari complessivamente raccolti, siano ancora alla ricerca di un target e che ben 78 siano state liquidate per scadenza del termine o mancata approvazione del *deal*, determinando così un “mancato” afflusso di risorse verso i mercati quotati per circa 19 miliardi di dollari.

In aggiunta alcuni studi statunitensi hanno evidenziato che, storicamente, tra le difficoltà principali incontrate dalle SPAC nel realizzare una *business combination*, un elemento di assoluta centralità è rappresentato dal comportamento ostruttivo di alcuni dei suoi stessi investitori istituzionali. Nello specifico alcuni *hedge fund* americani hanno manifestato un disallineamento di interessi rispetto ai fondatori e ai restanti sottoscrittori dell'Ipo in merito alla volontà di realizzare quanto prima la *business combination* (ragion d'essere della SPAC).

L'atteggiamento di tali fondi prevede la sottoscrizione delle azioni della SPAC con l'assoluta manifestazione di dissenso, da parte di questi stessi soggetti, in fase di approvazione di qualsivoglia tipo di operazione, a prescindere dal ritorno monetario che si è presentato loro. L'unica conveniente forma di ritorno viene rintracciata infatti nella possibilità di cedere i *warrant* che danno diritto alla conversione, riducendo così il valore al quale hanno in carico le azioni sino a portarlo sotto all'ammontare pro-quota di quanto la SPAC ha versato sul conto vincolato. La derivata prima un tale comportamento opportunistico, non è altro che la trasformazione di un pacchetto azionario (le loro partecipazioni nella SPAC) in un investimento monetario quasi privo di rischio e adeguatamente remunerato, laddove ricordiamolo, la SPAC non effettui alcuna acquisizione.

In alcuni casi estremi l'ostruzionismo è addirittura sfociato in veri e propri atti fraudolenti (con i c.d. SPAC *Bandit*). Questi soggetti sfruttavano una delle peculiarità delle SPAC durante la ricerca del target, cioè il fatto di quotare a sconto rispetto al valore dei conti

vincolati³³, sottoscrivendo e contestualmente vendendo allo scoperto i *warrant* della SPAC. In pratica, costoro assumono una posizione ribassista: se i gestori della SPAC non riescono a trovare un *deal* prima della scadenza del veicolo o se l'operazione non è approvata dagli azionisti, il valore del *warrant* va a zero e il guadagno netto è quello derivante dalla liquidazione del conto vincolato.

Un'ulteriore criticità riscontrata nel mercato americano si collega all'atteggiamento aggressivo di alcuni operatori nell'approfittare del forte incentivo che hanno i fondatori della SPAC nel vedere approvato un *deal*. Quando la *business combination* proposta è in fase di approvazione e, sebbene apprezzata da una quota significativa d'investitori, il superamento del quorum per l'approvazione non è garantito, un investitore può accumulare le azioni ordinarie della SPAC e forzare i promoter a riconoscergli delle condizioni economiche o strategiche preferenziali in cambio del suo voto positivo sul progetto proposto.

2.4 SPAC e normativa italiana di riferimento

Nel paragrafo 2.1 abbiamo avuto modo di comprendere come le SPAC di diritto statunitense siano nate non come una nuova entità giuridica, bensì come uno strumento che ha fatto propria una tipologia societaria già esistente, quella delle *Blank Check Company*.

Analogamente, una prima delicata questione nella scalabilità del modello SPAC in Italia, ha riguardato la possibilità o meno di replicare i meccanismi tipici dello strumento nel contesto del diritto societario e dei mercati finanziari nazionali; la risposta naturale ad un tale quesito ha visto nelle Società per Azioni, e quindi nelle disposizioni che ne regolano il funzionamento, la struttura societaria più adatta al raggiungimento degli obiettivi delle SPAC.

³³ Fonte: Spacanalytics.com. Uno studio dell'università di Yale ha riscontrato che nel periodo in cui le SPAC sono alla ricerca del target, nell'81 per cento dei casi registrano un prezzo di Borsa inferiore rispetto al valore pro-quota dei depositi vincolati. Lo stesso studio rileva che le quotazioni crescono dopo che i gestori hanno annunciato la possibile *business combination*, ma prima che degli azionisti della SPAC si siano espressi in merito.

Ciò che assume particolare rilevanza ai fini del seguente elaborato dunque, risiede nell'effettiva possibilità che tale veicolo d'investimento possa trovare spazio nell'ordinamento italiano.

Da un punto di vista squisitamente normativo, sebbene l'oggetto sociale della SPAC sia assimilabile a quello tipico degli intermediari finanziari non bancari che svolgono attività di assunzione di partecipazioni ai sensi degli art. 106 o 113 del Testo Unico Bancario (TUB), questo veicolo d'investimento presenta delle particolarità che vanno necessariamente replicate nella SPAC di diritto italiano, ma nel rispetto dell'attuale normativa sulla SpA.

A tal proposito si possono individuare quattro aspetti principali che caratterizzano il funzionamento delle SPAC sui quali merita svolgere una riflessione più approfondita: l'indisponibilità del patrimonio fino alla realizzazione dell'affare, l'approvazione dell'acquisizione da parte dell'assemblea, il vincolo di durata della società e il diritto di recesso per il socio dissenziente³⁴.

Il primo tema sarebbe, secondo parte della letteratura contemporanea, almeno parzialmente in contrasto con i poteri che la Legge assegna inderogabilmente al Consiglio di Amministrazione, là dove l'art. 2380 bis del c.c. recita: *“La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale”*.

La norma stabilisce chiaramente come l'amministrazione *day by day* dell'impresa sia un potere nelle mani di una specifica classe di soggetti. Logico quindi che la limitazione del potere degli amministratori nell'utilizzo di risorse aziendali mediante la costituzione di un *escrow account* indisponibile, trovi una legittimazione solo alla luce del fatto che questo deposito vincolato venga utilizzato per il compimento dell'oggetto sociale, vale a dire la

³⁴ Fonte: “Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano” V. Donativi, P. Corigliano, IPSOA 2010.

realizzazione dell'affare.

Un secondo punto riguarda l'approvazione dell'acquisizione da parte dei soci. Le disposizioni sulla SpA al riguardo non prevedono infatti che l'assemblea venga convocata per deliberare su operazioni di finanza straordinaria, rientrando questa facoltà tra quelle riservate all'organo gestorio. Per ovviare ad una potenziale situazione di stallo la normativa nazionale consente, anche in questo caso, di inserire in statuto un'apposita clausola che stabilisca che la decisione di acquisizione debba essere sottoposta al voto assembleare, con specifici quorum deliberativi e costitutivi fissati ex-lege, che variano in base al mercato nel quale avviene la negoziazione del titolo (rispettivamente MIV o AIM Italia come si vedrà nel Capitolo III).

Per quanto riguarda il vincolo di durata, gli amministratori di SPAC, in aggiunta alle cause di scioglimento legalmente previste dall'art. 2484 c.c., possono riservarsi la facoltà di inserire in statuto clausole specifiche di scioglimento, strutturate in modo tale da operare in automatico nel momento in cui non si realizza l'aggregazione aziendale, ovvero fissando un termine di tempo trascorso il quale si ha lo scioglimento della società.

L'ultima particolarità nell'adattabilità dello strumento riguarda la facoltà di recesso riconosciuta al socio dissenziente. Qui, contrariamente a quanto visto sopra, non è possibile far ricorso al meccanismo della deroga statutaria dal momento che tale possibilità è valevole per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il che esclude per definizione le SPAC. Il diritto al rimborso delle azioni deve quindi essere ricavato tra le previsioni legislative dell'art. 2437 c.c. in tema di "Diritto di recesso", in base al quale viene data facoltà di recedere dal contratto sociale a tutti gli azionisti che non hanno concorso (perciò soci dissenzienti, assenti o astenuti) alle deliberazioni aventi ad oggetto la trasformazione della società.

Sempre in base alla norma codicistica sopra citata, si prevede l'ulteriore facoltà di recesso per tutti quei soci che non hanno votato a favore della proroga del termine. Qualora lo statuto

della SPAC preveda il vincolo di durata (come da ipotesi precedentemente esaminata) si avrà il riconoscimento *ex lege* del diritto di recesso per gli stessi azionisti che, all'atto della votazione della *business combination* e della contestuale modifica dei termini di durata della società, dovessero votare contro la delibera.

Dal gennaio 2011, quando la prima SPAC di diritto italiano (Italy 1 Investments sa) ha debuttato a Piazza Affari, sembra che tutte le iniziative che l'hanno seguita abbiano preferito seguire quest'ultima impostazione, inserendo in statuto un termine di durata di 24 mesi (anche se alcune SPAC consentono una proroga del termine in caso di sottoscrizione e successiva comunicazione al mercato della futura *business combination*).

Infine, è bene ricordare che i promotori della SPAC sottoscrivono delle azioni con caratteristiche diverse rispetto a quelle degli investitori. La ormai riconosciuta libertà di creare diverse categorie di azioni fornite di diversi diritti (la riforma del Diritto Societario del 2003 ha introdotto grandi novità al riguardo) non deve far pensare che la società possa senza limiti disporre dei diritti degli azionisti della categoria³⁵. Allo stesso tempo, lo statuto di una SPAC si caratterizza, sotto questo punto di vista, dalla possibilità di emettere particolari categorie di azioni, esclusivamente riservare ai fondatori, che si caratterizzano per:

- vincoli sulla circolazione delle azioni: intrasferibilità fino ad un periodo prestabilito, successivo al completamento della *business combination*;
- limiti amministrativi: si estrinsecano nell'assenza del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della società e/o esclusione dal diritto di partecipare alla distribuzione degli utili, in assoluto o per un periodo prestabilito. Secondo parte della giurisprudenza questa previsione andrebbe contro quanto stabilito dall'art. 2247 c.c., che vede nella divisione degli utili elemento fondamentale della causa contrattuale. Tuttavia,

³⁵ Fonte: Dirittoprivatoinrete.it

come visto in precedenza quando si è affrontato il tema della limitazione del potere gestorio degli amministratori di SPAC, la temporanea o assoluta esclusione dalla partecipazione agli utili viene trovata ancora una volta legittimazione solo se vista quale passaggio obbligatorio per il raggiungimento dell'oggetto sociale;

- limiti patrimoniali: mediante la postergazione, in caso di scioglimento della società, del diritto alla liquidazione delle quote sociali rispetto alle azioni ordinarie.

Un'ultima riflessione riguarda l'opportunità di inserire in statuto le cosiddette clausole di *Good Leaver* (il licenziamento per motivi di natura oggettiva, risoluzione consensuale, dimissioni per giusta causa, pensionamento, revoca della carica di amministratore in assenza di giusta causa) comunemente usate dai fondi di *Private Equity*³⁶.

Queste clausole mirano, ad esempio, a prevenire l'ipotesi che l'assemblea ordinaria possa votare il cambio degli amministratori, oppure la distribuzione di utili, attraverso la previsione statutaria secondo cui viene disposta la conversione automatica di tutte le azioni speciali in azioni ordinarie qualora l'assemblea dei soci revochi, in assenza di giusta causa, l'incarico ad uno o più amministratori. In aggiunta, si può disporre che l'eventuale delibera assembleare che approva la distribuzione degli utili o delle riserve disponibili deve essere approvata anche dall'assemblea dei titolari di azioni speciali.

Nelle ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro di tipo *Good Leaver*, la normativa sulle clausole di *way-out* nelle le SpA, prevede che le eventuali opzioni in corso di maturazione (i *warrant*), divengono immediatamente esercitabili dal beneficiario (i *promoters*), previa autorizzazione da parte del Consiglio di Amministrazione, in una misura ridotta *pro rata temporis* e in relazione alla data di cessazione del rapporto.

Un tale assetto normativo, che si compone tanto di adeguamenti della disciplina in tema SpA

³⁶ Fonte: "Start up e incubatori: come sopperire a carenze di liquidità", Lenzi Roberta, Ipsoa, 2015.

quanto di deroghe alla stessa, rimettendo all'autonomia delle parti determinati meccanismi societari, fa sì che questo strumento di diritto americano possa essere replicato all'interno dell'ordinamento italiano, in aderenza alla normativa vigente, mantenendo intatte tutte quelle caratteristiche e quei meccanismi che garantiscono l'equilibrio di interessi tra investitori e promotori. In aggiunta un tale adeguamento consentirebbe di accelerare il passaggio del sistema finanziario italiano da un modello "banco centrico" a uno "disintermediato" in cui le imprese, con un focus specifico sulle PMI, possano contare sui canali di finanziamento alternativi per crescere e tornare a competere sia in Italia che oltre i confini nazionali.

CAPITOLO III

IL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO PER LE SPAC

3.1 Lo scenario economico delle PMI italiane

Come ben noto, le PMI italiane rappresentano l'ossatura del sistema economico produttivo del nostro Paese³⁷ arrivando a rappresentare il 99.9 per cento del totale delle imprese nazionali (Tavola 3).

PMI italiane - Dati principali 2016			
Tipo di imprese	Per numero di imprese		
	Italia		EU28
	N° di imprese	% di imprese	% di imprese
Micro	3,552,331	95.1%	98.2%
Piccole	162,263	4.3%	6.0%
Medie	18,352	0.5%	1.0%
PMI	3,733,146	99.9%	99.8%
Grandi	3,086	0.1%	0.2%
Totale	3,736,232	100.0%	100.0%
Tipo di imprese	Per numero di dipendenti		
	Italia		EU28
	N° di imprese	% di imprese	% di imprese
Micro	6,657,193	46.5%	29.5%
Piccole	2,910,669	20.3%	20.2%
Medie	1,792,702	12.5%	17.0%
PMI	11,360,564	79.3%	66.8%
Grandi	2,969,548	20.7%	33.2%
Totale	14,330,112	100.0%	100.0%
Tipo di imprese	Per valore aggiunto		
	Italia		EU28
	€ milioni	% di imprese	% di imprese
Micro	190.8	29.5%	21.2%
Piccole	138.7	21.4%	18.0%
Medie	110.8	17.1%	18.2%
PMI	440.3	68.0%	57.4%
Grandi	207.5	32.0%	42.6%
Totale	647.7	100.0%	100.0%

(Tavola 3) Fonte: 2016 SBA³⁸ (Small Business Act for Europe) Fact Sheet, Italy. (stime 2015 fornite da DIW Econ, sulla base di dati Eurostat 2008-2013) e rielaborazione propria.

Sebbene a livello Comunitario la percentuale sia pressoché la stessa, l'Italia è ancor più interessata degli altri paesi europei alle prospettive di sviluppo delle PMI, perché negli

³⁷ Fonte: "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa; Mini Bond, Cambiali Finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo", C. Arlotta.

³⁸ Lo SBA è l'iniziativa di politica economica a marchio UE, con la finalità di supportare le piccole e medie imprese. Esso comprende un set di misure attuative strutturate intorno a 10 principi cardine, stabiliti da imprenditori e Autorità Amministrative, che mirano a favorirne l'internazionalizzazione.

ultimi anni la competitività del comparto imprenditoriale nazionale appare perdere terreno nei confronti di quella di altri paesi, per non parlare delle economie extra-europee. L'andamento dei mercati, le previsioni incerte sulla ripresa della crescita e la ormai perdurante crisi che ha colpito il sistema finanziario nella sua interezza – e che si sta traducendo in un'allarmante stretta creditizia – hanno reso l'imprenditoria nazionale, e chi ne regola il buon funzionamento, sempre più consapevoli della necessità di processi per il rafforzamento patrimoniale, l'equilibrio e la diversificazione delle fonti di finanziamento.

In Tavola 3 si può facilmente comprendere che su oltre 4 milioni di imprese attive, solamente lo 0,1 per cento è rappresentato da imprese di grandi dimensioni³⁹. L'importanza rivestita dalle PMI italiane nell'ambito della “*non-financial business economy*” può essere ancora più apprezzato se confrontato con lo scenario europeo: è in Italia infatti, che si conta il maggior numero di società di piccola e media dimensione, capaci di generare circa il 70 per cento dell'intero valore aggiunto, rappresentando allo stesso tempo i tre quarti dell'intera forza lavoro nazionale. Un'altra importante differenza si rileva nel ruolo rivestito dalle micro imprese italiane se paragonate con la media UE: infatti, nel territorio nazionale queste ultime sono responsabili di circa il 45 per cento della forza lavoro, mentre la media europea si attesta intorno al 30 per cento.

Sebbene le PMI ad oggi, non siano tornate a registrare le performance virtuose che si registravano pre-crisi (in ambito valore aggiunto e occupazione), il nostro paese rimane leader mondiale in circa 240 nicchie di mercato se si pensa che degli oltre 5.500 prodotti commercializzati, così come classificati dall'ONU, eccelliamo tra i primi posti nell'offerta al mercato globale per una quota di circa il 30 per cento⁴⁰. Tra queste si evidenzia

³⁹ Fonte: 2016 SBA³⁹ (Small Business Act for Europe) Fact Sheet, Italy. (dati aggiornati al dicembre 2016). Si noti che i dati esposti in tabella sono calcolati facendo riferimento alla “*non-financial business economy*”, che include industria, costruzioni, commercio e servizi ma non imprese agricole e attività connesse, pesca e macro settori quali l'educazione e la salute.

⁴⁰ Fonte: “*La borsa serve*” intervista a Raffaele Jerusalem, *L'imprenditore*, maggio 2012.

sicuramente il settore manifatturiero in cui dal 2010 al 2015, il valore aggiunto è incrementato di oltre il 3 per cento, mentre, nello stesso periodo, il tasso di occupazione medio nazionale scendeva di oltre l'8 per cento⁴¹. Una delle cause che possono spiegare questi trend divergenti è sicuramente l'esternalizzazione, fenomeno sempre più diffuso nel settore manifatturiero, capace di generare anche un consistente incremento della produttività della forza lavoro impiegata.

Tuttavia, anche all'interno di questo settore si registrano, sotto a questi macro trend, delle forti discordanze proprie delle differenti aree di attività. Per citare un esempio, si pensi che il valore aggiunto dell'industria della pelletteria è cresciuto di oltre l'11 per cento, mentre il valore aggiunto della produzione di veicoli a motore ha registrato andamenti negativi. Sebbene discordanti in quanto a risultati ottenuti, non dobbiamo dimenticare che la lavorazione e conseguente commercializzazione di beni in pelle gode di un fortissimo fattore trainante, quale è l'*export* fuori dai confini nazionali, un mercato che è tradizionalmente più premiante per le imprese di più piccole dimensioni⁴². In aggiunta sono stati molteplici i tentativi, molti dei quali di successo, con cui il Governo ha tentato di affermare le eccellenze del marchio "*Made in Italy*", rappresentando questi ultimi un'ulteriore spinta verso il mercato delle esportazioni.

Accanto a queste realtà meritano di essere citate le PMI operative nei settori del turismo e della ristorazione (*food&beverage*) che forniscono lavoro per circa il 25 per cento sul totale degli occupati dalle piccole-medie imprese del territorio italiano. Nello stesso periodo di riferimento (2010-2015) si è registrato sia un incremento del 5 per cento sul valore aggiunto

⁴¹ Fonte: ISTAT.

⁴² Fonte: Associazione Italiana Manifatturieri Pelli e Succedanei, Settore Pelletteria: Preconsuntivo 2015 e "*Italy's fashion know-how, and getting the right "format" to compete*", ItalyEurope24, 24. February, 2016.

che un correlativo aumento, seppur contenuto, dell'occupazione pari al 2 per cento. A trainare la crescita primo fra tutti si attesta il settore enogastronomico, che complici le abitudini culturali del nostro popolo, è stato capace di crescere del 7 per cento.

Per quanto riguarda la demografia delle PMI, nel 2015 si è dato avvio a 371.705 attività imprenditoriali e abbiamo assistito alla cancellazione di ben 326.524 soggetti giuridici dal Registro delle Imprese, con un risultato netto che supera le 45.000 nuove unità⁴³. Un anno di svolta se si pensa che il numero di cancellazioni è stato il più basso dal 2007, e che per la prima volta il numero di nuove imprese torna ad aumentare dopo due anni di decrescita. Inoltre, ben il 10 per cento di queste sono state costituite da soggetti con un'età inferiore ai 35 anni (si evidenzia anche un incremento del 6 per cento di fondatori di nazionalità non italiana).

Un altro importante aspetto demografico della “popolazione piccole-medie imprese” ha a che fare con il crescente numero di *start-up* innovative (non si riscontrava un tale trend positivo dal 2012), dovuto essenzialmente all'introduzione di una legislazione che favorisce questa nuova modalità del “fare impresa”, allineandosi agli standard dei Paesi europei⁴⁴. Alla fine di giugno 2016 il numero totale di *start-up* innovative presenti in Italia vedeva più di 5.000 imprese operative in molteplici settori, con un focus specifico nel settore dei servizi (73 per cento) tra cui prevalentemente software e consulenza IT, ricerca e sviluppo, ingegneria di precisione sia elettronica che meccanica⁴⁵.

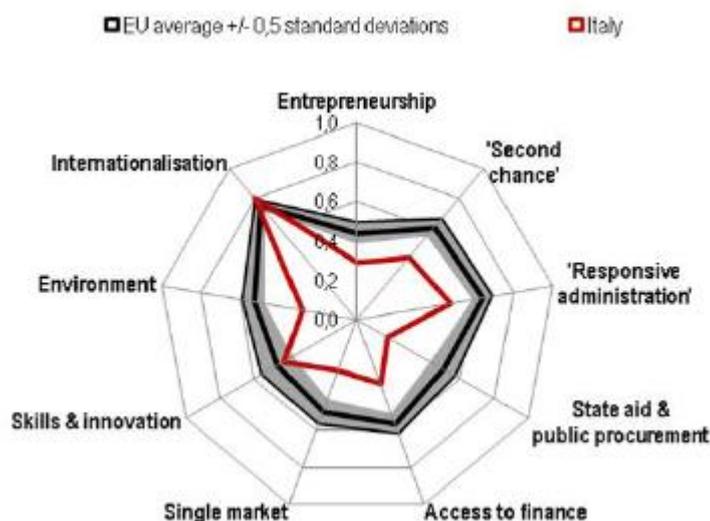
In Tavola 4 si riporta la situazione al 30 giugno 2016 delle PMI italiane a confronto con la

⁴³ Fonte: “*Le imprese italiane nel 2015*”, Movimprese-InfoCamere (Società di informatica delle Camere di Commercio italiane). Natalità e mortalità delle imprese italiane registrate presso la camera di commercio.

⁴⁴ Fonte: Latham & Watkins, Client Alert Number 1442, Boosting Innovative Start-Ups in Italy: The New Framework, 20 December 2012.

⁴⁵ Cruscotto di indicatori statistici, Dati nazionali, 4° trimestre 2015, startup innovative, gennaio 2016.

media degli altri paesi europei, prendendo come elementi di confronto gli stessi parametri utilizzati dalla Commissione europea per la realizzazione del documento SBA appena analizzato.



(Tavola 4) Fonte: 2016 SBA (Small Business Act for Europe) Fact Sheet, Italy.

Si può facilmente osservare (linea rossa) che i risultati ottenuti dalle imprese nazionali si attestino ben al di sotto della media europea, evidenziando solamente una *over performance* dell'internazionalizzazione e un parziale allineamento in ambito *Skills & Innovation*. Tali numeri potrebbero però trasmettere messaggi poco significativi se non venissero confrontati, prendendo gli stessi parametri di riferimento, con il periodo post crisi. Dal 2008 infatti, l'Italia ha fatto grandi progressi nell'interno del mercato unico dell'UE (*Single market*), in ambito reattività dell'amministrazione (*Responsive administration*), internazionalizzazione (*Internationalisation*) e competenza e innovazione (*Skills & Innovation*).

Di contro, la *sotto performance* in tema aiuti di Stato e appalti pubblici (*State aid & public procurement*) che trae le sue origini già a partire dal 2008, si spiega primariamente dalle lunghe tempistiche dei pagamenti da parte delle amministrazioni pubbliche. Tale problematica durante la prima metà del 2016 è stata ampiamente trattata dalle autorità

competenti, indirizzandovi un pacchetto di riforme che riducesse i tempi di pagamento delle fatture a 30 giorni dalla data di emissione, con alcune eccezioni che consentono il pagamento entro i 60, rappresentando il rispetto di questi termini un fattore del buon funzionamento dell'economia nazionale⁴⁶.

3.1.1 Standard europei e normativa di riferimento in ambito PMI

Ma quali sono le realtà economiche nazionali che, almeno secondo gli standard internazionalmente riconosciuti, possono veramente definirsi piccole-medie imprese?

Le PMI si presentano in molte forme e dimensioni e nel complesso contesto imprenditoriale attuale, esse possono sviluppare stretti rapporti finanziari, operativi o di *governance* con altre imprese. Questi rapporti spesso rendono difficile distinguere una PMI da un'impresa più grande, tanto da aver portato il Regolatore Comunitario a fornire lui stesso una definizione di PMI; in una tale contesto, l'obiettivo è stato quello di fornire uno strumento pratico di supporto che consentisse a queste realtà economiche di identificarsi così da poter ricevere appieno il sostegno dell'Unione europea e dei suoi Stati membri⁴⁷.

La raccomandazione CE n. 1422, 6 maggio 2003 (recepita nel nostro ordinamento dal Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005 pubblicato in Gazzetta Ufficiale 238 del 12 ottobre 2005), fornisce una definizione di piccola e media impresa sulla base di tre criteri, rispettivamente economici, patrimoniali e di organico. Un'impresa rientra in una determinata categoria se, alla data di chiusura del bilancio, non supera due dei tre limiti dimensionali. Viceversa, sono considerate grandi imprese le imprese che superano, alla data di chiusura del bilancio, due dei tre limiti previsti per le medie imprese (Tavola 4).

⁴⁶ Fonte: MEF, 2 aprile 2016. Di fatto sul piano pratico, sono in numero ridotto gli enti pubblici virtuosi che si sono dimostrati in grado di rispettare le nuove disposizioni del MEF, grazie soprattutto all'introduzione di una piattaforma on-line che consente il monitoraggio dei rapporti commerciali e fatture emesse, solo grazie alla collaborazione degli enti pubblici.

⁴⁷ Fonte: "Guida dell'utente alla definizione di PMI" Commissione Europea, 2015.

Standard europei di PMI			
	Micro impresa	Piccola impresa	Media impresa
N° di dipendenti	< 10	< 50	< 250
Fatturato	≤ € 2,0 mln	≤ € 7,0 mln	≤ € 40,0 mln
Totale di bilancio	≤ € 2,0 mln	≤ € 5,0 mln	≤ € 27,0 mln

(Tavola 5) Fonte: Decreto Ministeriale n. 238/2005.

Successivamente, la Commissione Europea, mediante l’emanazione della Direttiva 2013/34/UE (pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea n.182/19 del giugno 2013), ha voluto manifestare l’esito naturale del confronto e della consultazione attiva ormai da qualche anno con l’obiettivo di sostituire le precedenti direttive in materia contabile (entrate nel linguaggio comune degli addetti ai lavori rispettivamente come “IV Direttiva” e “VII Direttiva”).

Il prodotto è stato un complesso di norme che prevede nuove opzioni a carico degli Stati membri, al fine di “tutelare” in termini di minor aggravio informativo le società di dimensioni più contenute (le fino ad ora citate PMI), impedendo che gli oneri a carico delle stesse siano troppo gravi rispetto ai benefici attesi, il tutto secondo una logica di “*think small first*”⁴⁸ (pilastro portante del Small Business Act).

A livello nazionale l’attuazione della Direttiva si è avuta mediante il Decreto Legislativo 18 agosto 2015, n.136 che, sebbene recepisca molte semplificazioni in tema di redazione del bilancio, non rappresenta una vera e propria novità per le imprese di piccole e medie dimensioni essendo molte di queste semplificazioni già previste nella precedente IV direttiva.

L’unica differenza che emerge significativamente nella nuova disciplina rispetto alla Direttiva 78/660/CEE riguarda appunto la definizione dei nuovi limiti quantitativi (Tavola 5) al superamento dei quali l’impresa non viene più classificata media, e quindi non è più

⁴⁸ Fonte: “La direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d’esercizio e consolidati. Novità e riflessi sulla disciplina nazionale”, n. 54 Commissione Principi Contabili, Tiziano Sesana.

soggetto al regime di favore in tema di redazione e pubblicazione del bilancio⁴⁹.

Standard europei di PMI (Direttiva 2013/34/UE)			
	Micro impresa	Piccola impresa	Media impresa
N° di dipendenti	≤ 10	≤ 50	≤ 250
Fatturato	≤ € 0.7 mln	≤ € 8,0 mln	≤ € 40,0 mln
Totale di bilancio	≤ € 0.35 mln	≤ € 4,0 mln	≤ € 20,0 mln

(Tavola 5) Fonte: RizzoliEducation.it

Quanto appena detto vuole però essere una panoramica generale di ciò che la normativa di settore richiede affinché un'impresa possa formalmente rientrare nell'universo delle PMI. Di fatto, la classificazione per dimensioni di un'impresa non può essere esclusivamente parametrata ai numeri sopra descritti e venire quest'ultima definita grande o piccola in termini assoluti, ma va messa in rapporto con i concorrenti nonché calata nelle dinamiche di mercato in cui si trova ad operare. Per citare un esempio: i risultati economico-patrimoniali di un'azienda operante in un settore ad elevata intensità di capitale, che richiede quindi continui e ingenti sforzi di investimento (CAPEX) per raggiungere prima, e garantire poi nel tempo, un vantaggio competitivo sulla concorrenza, non può e non deve essere posta a confronto di un'impresa *labour intensive* in cui il successo strategico passa primariamente dalla qualità di un servizio offerto, e quindi di un business in cui il vero *asset* sono le persone.

3.2 Dal sistema banco centrico agli strumenti di finanza alternativa

Come abbiamo avuto modo di comprendere nel paragrafo precedente l'Italia presenta una situazione piuttosto simile (con le particolarità di cui sopra), rispetto ad altre economie maggiormente progredite o in via di sviluppo, in merito alle caratteristiche del suo sistema produttivo, principalmente incentrato sulle micro imprese (oltre il 95 per cento del totale).

⁴⁹ Viceversa, non si può dire per le piccole imprese, per le quali la discrepanza con la Direttiva 2013/34/UE rispetto alla precedente IV Direttiva non consiste solo nella definizione dei nuovi limiti quantitativi adottati nella classificazione delle categorie di imprese, ma anche nella modalità e nei termini di pubblicazione dei bilanci.

Le imprese italiane, data anche la piccola dimensione media, sono spesso familiari e la figura centrale dell'imprenditore non lascia spazio ad alcuna struttura manageriale. Molto spesso si parla di imprese che hanno puntato sulla flessibilità produttiva, il cui settore di attività (il più delle volte siamo in presenza di nicchie di mercato) si caratterizza per intensità tecnologica e capacità innovativa.

Sebbene l'imprenditoria italiana abbia rappresentato e rappresenti tutt'oggi uno dei principali fattori trainanti la nostra economia, vi sono degli aspetti della struttura finanziaria delle PMI, che ne minacciano le potenzialità di crescita, la produttività e la capacità di affermarsi sui mercati internazionali. Queste peculiarità, nemiche dell'intero sistema produttivo italiano, riguardano le modalità di soddisfacimento del fabbisogno finanziario delle imprese, storicamente di tipo *bank oriented*.

Le teorie classiche di finanza aziendale sembrano mostrare che la quantità/qualità della "domanda di finanza" sia determinata dalle caratteristiche del mercato e del settore, dalle strategie competitive e dal posizionamento di mercato che l'impresa è orientata a perseguire. Ciò significa che sono le potenziali opportunità di mercato che l'impresa risulta in grado di cogliere, a far sì che la funzione finanziaria possa agire da leva per innalzare la competitività ovvero come fattore limitazionale.

In questa ottica, ridotto livello di capitalizzazione, forte dipendenza dal credito bancario e rilevante ricorso a fonti di indebitamento a breve termine sono alcuni degli elementi di fragilità caratterizzanti la struttura finanziaria delle PMI nazionali.

In merito al primo degli aspetti appena citati, la struttura finanziaria delle imprese, oggi piuttosto semplificata nella sua composizione, essenzialmente suddivisa tra capitale di debito (in misura preponderante) e apporti dei soci, quindi *equity*, attribuisce alle banche un ruolo centrale tra le fonti di soddisfacimento del fabbisogno finanziario delle aziende: le imprese italiane, ed in particolare le PMI, dipendono ancora in larga parte dalla leva

bancaria.

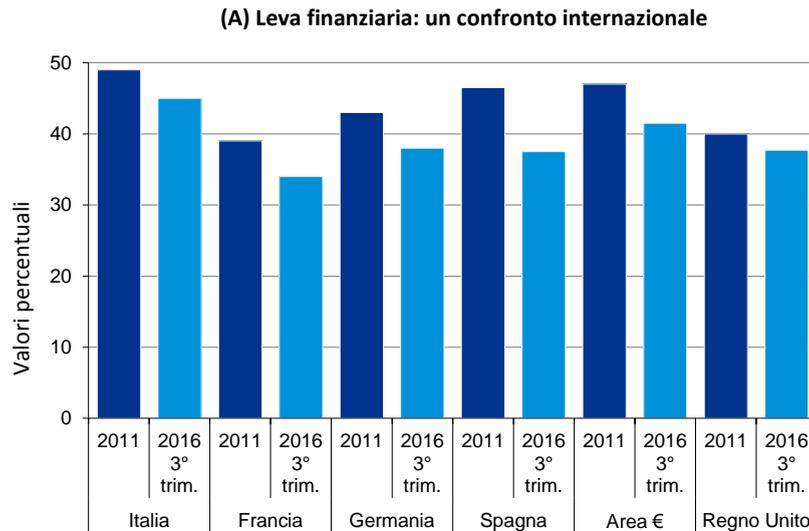
A conferma della stretta dipendenza del nostro sistema economico dagli istituti di credito, i dati recentemente diffusi da Banca d'Italia⁵⁰ evidenziano che al primo trimestre 2017 le aziende reperiscono oltre i tre quarti dei finanziamenti ricorrendo al sistema bancario (con picchi che superano addirittura il 90 per cento) mentre in Francia e in Germania tale percentuale si attesta rispettivamente al 39 per cento e al 45 per cento.

L'eccessivo indebitamento è figlio di aspetti culturali (quali la tendenza dell'imprenditore a distribuire gli utili in varie forme e/o a ricercare l'ottimizzazione fiscale piuttosto che puntare su politiche di reinvestimento in chiave R&S) e di un'impostazione del sistema finanziario banco centrico in cui la ricerca e successivo ottenimento di risorse finanziarie richiede necessariamente un intermediario ancora fisicamente presente come soggetto prestatore con il quale confrontarsi ed avere un rapporto dialettico.

Il "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria" realizzato da Banca D'Italia ad aprile 2017 mostra come la struttura patrimoniale delle imprese possa amplificare gli effetti della congiuntura economica, peggiorando la capacità delle aziende di rimborsare i debiti.

Lo studio evidenzia come, sebbene i debiti finanziari delle imprese si siano lievemente ridotti nel corso degli ultimi 5 anni, sia nella componente del credito bancario sia in quella obbligazionaria, la leva finanziaria (A) (cioè il rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato a prezzi di mercato) registri ancora il primato a livello europeo (Tavola 7).

⁵⁰ In merito a questo si veda il "Rapporto sulla stabilità finanziaria", aprile 2017.



(Tavola 7) Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e Cerved. Dati relativi al 2015, tratti dai rendiconti finanziari di un campione di oltre 650.000 società di capitale.

Nel settembre scorso la leva finanziaria è salita al 45 per cento, circa un punto percentuale in più rispetto a un anno prima, esclusivamente per effetto del calo del valore delle azioni; in assenza di tale andamento si sarebbe ridotta al 43 per cento, soprattutto per la raccolta di nuovo capitale di rischio. Nel confronto internazionale tale *ratio*, pur se in flessione rispetto al picco raggiunto nel 2011, rimane ancora elevata.

In aggiunta si evidenzia, come le imprese caratterizzate da un più elevato indebitamento bancario in un periodo di contrazione economica, siano poi le aziende in maggiore difficoltà; l'erogazione dei prestiti è fortemente calata e le banche si sono fatte più selettive. L'approfondimento di Banca d'Italia al riguardo, evidenzia infatti come le imprese in condizioni economiche equilibrate continuano ad accedere al credito bancario e obbligazionario a condizioni in genere favorevoli e di contro invece, prosegue la riduzione dei prestiti alle microimprese e alle aziende finanziariamente più fragili, le cui richieste di fondi sono più frequentemente respinte dagli intermediari. Se da un lato perciò, migliorano le condizioni di offerta del credito dall'altro lato, l'accessibilità rimane preclusa alle aziende di dimensioni maggiori e con buona solidità patrimoniale.

Nel tempo tali fragilità patrimoniali e finanziarie delle PMI hanno sicuramente rappresentato un effettivo freno alle loro potenzialità di crescita e alla capacità di finanziare non soltanto progetti di sviluppo di medio lungo termine ma addirittura manifestando il loro impatto sul capitale circolante, linfa vitale per la sopravvivenza delle aziende.

In un tale contesto, risulta evidente come la ricerca prima e l'accesso poi, a fonti di finanziamento alternative rispetto al canale bancario divenga indispensabile per tutte quelle PMI che puntano a crescere in maniera equilibrata e sostenibile.

Al riguardo Salvatore Rossi, Direttore Generale di IVASS, afferma:

“Ciò che maggiormente determina la crescita della produttività di un’economia, il suo progresso tecnico e, più in generale, il suo sviluppo è rappresentato dalla capacità di un’impresa, di un’economia, di una società, di apprendere continuamente, di innovare, di affrontare nel continuo nuove sfide intellettuali e imprenditoriali. Tale capacità può essere insita nella cultura e nei costumi di una nazione, oppure essere costruita, alimentata grazie al combinato contributo del sistema educativo, dell’apparato burocratico, dell’ordinamento giuridico e dello stesso sistema finanziario”⁵¹.

Gli strumenti più accreditati al fine del raggiungimento di tali obiettivi, sempre più al centro dell’attività regolatrice del Governo⁵² con iniziative a sostegno della loro diffusione, sono oggi strettamente orientati ad aumentare il livello di patrimonializzazione delle PMI del Paese, e a riequilibrarne la struttura finanziaria, elementi imprescindibili su cui costruire future e stabili prospettive di espansione.

⁵¹ Fonte: “Una finanza per lo sviluppo”, Conferenza del Direttore Generale della Banca d’Italia e Presidente dell’IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni), Salvatore Rossi, Sondrio, 12 settembre 2014.

⁵² Al riguardo meritano di essere citati i seguenti Decreti Leggi: Decreto Sviluppo (Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012), Decreto Sviluppo bis (Decreto Legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012), Decreto Destinazione Italia (Decreto Legge 23 dicembre 2013 n. 145, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 300 del 23 dicembre 2013) e, infine, Decreto Competitività (Decreto Legge n. 91/2014).

I principali interventi riguardano, dal lato capitale di debito (non bancario), l'emissione di *bond*, cambiali finanziarie e strumenti che potremmo definire ibridi stante la loro duplice natura di debito e capitale, oggi messi a disposizione delle aziende da compagnie assicurative e fondi specializzati⁵³. Dal lato capitale di rischio invece, là dove l'imprenditore non disponga di sufficienti risorse proprie, si prevedono meccanismi facilitati di quotazione in Borsa (è proprio all'interno di quest'ultima fattispecie che si colloca anche la SPAC quale potenziale strumento di finanza innovativa per la crescita delle PMI italiane), l'ingresso in veste di nuovo socio da parte di un investitore istituzionale quali fondi di *Private Equity*, così come interventi sul patrimonio netto aziendale nelle varie fasi del ciclo di vita delle imprese mediante l'iniziativa di attori quali *Venture Capital* o fenomeni di *equity crowdfunding*. Con riferimento a queste ultime due soluzioni, i dati presentati annualmente dall'Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital* (AIFI) fanno il punto della situazione sull'andamento delle iniziative d'investimento e disinvestimento condotte in Italia.

A fine 2016, gli investimenti in capitale di rischio da parte dei fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*, risultavano, a livello macro, aver superato di poco il 2 per cento del PIL, la metà che in Francia, un quinto rispetto al Regno Unito.

Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta nel 2016 sono stati 16, stesso numero dell'anno precedente. Di questi, 13 sono riconducibili a SGR che gestiscono fondi chiusi di diritto italiano, a cui è attribuibile il 77 per cento dei capitali raccolti sul mercato nel corso dell'anno (1.011 milioni di Euro). Al 31 dicembre 2016 risultavano più di 1.500 investimenti attivi, distribuiti su 1.255 aziende italiane, per un controvalore delle

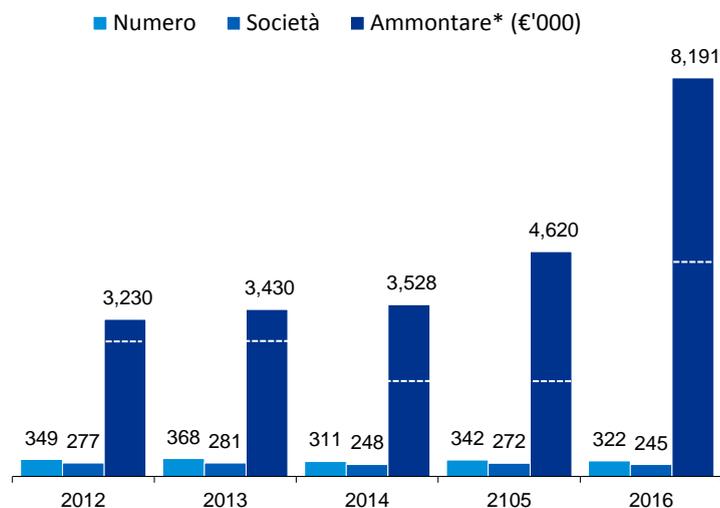
⁵³ Tali strumenti fanno parte di un più ampio pacchetto di misure adottate per la crescita e lo sviluppo economico, contenuto del Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012, n. 83), nel Decreto Sviluppo *bis* (D.L. 18 ottobre 2012, n. 179) e infine nel Decreto Destinazione Italia (D.L. 23 dicembre 2013, n. 145), volto a rafforzare le forme di finanziamento alternative o complementari a quelle bancarie

partecipazioni detenute valorizzate al costo storico pari a 26 miliardi di euro, di cui oltre la metà investito da soggetti internazionali. Nel medesimo anno sono state registrate sul mercato italiano del *Private Equity* e *Venture Capital* 322 nuove operazioni, che hanno riguardato 245 società, per un controvalore complessivo di 8.191 milioni di Euro, corrispondente ad un incremento del 77 per cento rispetto all'anno precedente, quando le risorse complessivamente investite erano state pari a 4.620 milioni di Euro. Tale valore, fortemente influenzato da alcuni grandi *deal* realizzati prevalentemente da soggetti internazionali, rappresenta il dato più alto mai registrato nel mercato italiano.

Un dato in controtendenza invece, sembra essere il numero di operazioni, che rispetto al 2015 ha visto un calo di 6 punti percentuali (Tavola 8). In merito alla tipologia di operazioni realizzate nel corso del 2016, i *buy out* hanno continuato a rappresentare il comparto del mercato verso il quale è confluita la maggior parte delle risorse (5.772 milioni di euro), seguiti dal segmento delle infrastrutture (942 milioni di euro) e dall'*expansion* (710 milioni di euro), entrambi caratterizzati da alcune operazioni di dimensioni significative.

In termini di numero, l'*early stage* ha fatto registrare ancora una volta i volumi più consistenti con 128 investimenti realizzati (a seguire *buy out* con 98 operazioni ed *expansion* con 67). Questi trend possono essere molto utili a fini comparativi se si pensa che, a livello operativo, l'investimento in SPAC viene spesso posto sullo stesso piano dell'investimento in *Private Equity* e l'apertura del capitale tramite *business combination* per mezzo SPAC si configura come alternativa a un accordo stipulato con un fondo. D'altronde la nascita stessa delle SPAC, come descritto nel capitolo 1, deriva in maniera inequivocabile dal tentativo di rendere disponibile l'*asset class* del *Private Equity* ad una platea sempre più ampia di soggetti. Inoltre, non dobbiamo dimenticare che nella stragrande maggioranza dei casi, è proprio grazie alle competenze e tecniche derivanti dalla migliore tradizione del *Private Equity* che i promoter sono in grado di preorganizzare un potenziale flottante da allocare su

una PMI appositamente selezionata.



(Tavola 8) Fonte: AIFI Report annuale. Il dato relativo all'ammontare investito comprende (sopra la linea tratteggiata) l'attività di operatori non aventi una base formale sul territorio italiano, inclusi fondi sovrani e altri investitori internazionali che effettuano operazioni di *Private Equity* o *Venture Capital*.

3.3 SPAC e Ipo

Il sistema finanziario italiano abbiamo compreso essere da sempre *bank oriented*: il trasferimento del capitale dalle unità di misura in surplus a quelle in deficit avviene prevalentemente in maniera indiretta attraverso intermediari creditizi⁵⁴. Quanto appena detto giustifica in parte la minore propensione verso la Borsa e più generalmente in senso atecnico, verso i mercati azionari.

Al 30 dicembre 2016 sono quotate sui mercati di Borsa Italiana SpA 387 società: 310 sui mercati regolamentati e 77 su AIM Italia (contro le circa 700 di Francia e Germania). Come illustrato in Tavola 9 la capitalizzazione complessiva è di 525,1 miliardi di euro, pari al 31,8 per cento del PIL (a fronte del 50 per cento e del 35 per cento, rispettivamente, in Francia e Germania), in diminuzione rispetto all'anno precedente di circa 3,5 punti percentuali, uno dei dati più bassi se confrontata con i principali indici borsistici europei.

⁵⁴ Fonte: "Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia", Marco Fumagalli.

Un'ulteriore elemento che merita di essere citato in tale contesto, poiché caratterizzante il nostro mercato azionario, è l'alto grado di concentrazione, sia per quanto riguarda la capitalizzazione, che gli scambi di titoli.

Si pensi che le negoziazioni realizzate sulle 40 azioni dell'indice FTSEMIB⁵⁵ pesano per il 79,4 per cento della capitalizzazione e per oltre il 90 per cento degli scambi.

Dall'anno 2000, considerando un arco temporale di 17 anni, vi sono state 280 IPO (comprehensive di fusioni/scissioni societarie, passaggi ad altri segmenti di mercato) capaci di raccogliere complessivamente 62,1 miliardi di euro (Tavola 10).

Capitalizzazione			
€'000	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16
Società nazionali			
Capitalizzazione MTA	465,562	570,248	521,718
<i>of which STAR</i>	22,479	30,842	32,067
MIV (Fondi di investimento e SPAC)	236	429	459
AIM Italia - MAC	2,052	2,925	2,873
Totale	467,849	573,602	525,050
Capitalizzazione (% sul PIL)			
MTA	28.8%	35.0%	31.6%
<i>of which STAR</i>	1.4%	1.9%	1.9%
Totale	28.9%	35.2%	31.8%
Capitalizzazione (% sul Tot.)			
Titoli FTSE MIB	80.8%	78.7%	79.4%

(Tavola 9) Fonte: Montly Update dicembre 2014-2015-2016, Borsaitaliana.it. Capitalizzazione di mercato e incidenza percentuale sul PIL.

I dati sulla capitalizzazione media delle imprese quotate in Piazza Affari mostrano un valore di 2,785 miliardi nel 2000, che si è quasi dimezzato nel 2016, con 1,507 miliardi. Certo, molto dipende dall'andamento dei titoli azionari e, per esempio, nel 2011 con la crisi innescata dai debiti sovrani, si è toccato il punto più basso, con 1,176 miliardi. Un altro dato

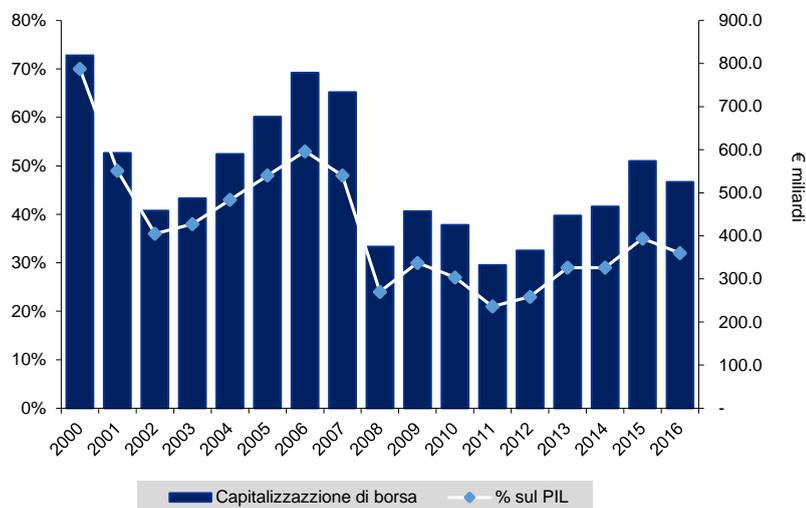
⁵⁵ L'Indice FTSE MIB misura la performance di 40 titoli italiani e ha l'intento di riprodurre le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano. L'Indice è ricavato dall'universo di trading di titoli sul mercato azionario principale di Borsa Italiana (Bit). Ciascun titolo viene analizzato per dimensione e liquidità e l'Indice fornisce complessivamente una corretta rappresentazione per settori. L'Indice FTSE MIB è ponderato in base alla capitalizzazione di mercato dopo aver corretto i componenti in base al flottante. Fonte: Borsaitaliana.it.

ci mostra lo stesso concetto da un altro punto di vista: tra il 2000 e il 2016 il numero delle società quotate è rimasto di fatto lo stesso, 296 contro 310 (considerando solamente il segmento MTA-STAR di Borsa Italiana).

La capitalizzazione è però passata da 811 a 521 miliardi: in pratica lo stesso numero di imprese si spartiscono una torta che si è nel frattempo ridotta di un terzo.

Lo scenario europeo, sebbene in misura più contenuta, ha anch'esso sofferto del perdurare delle congiunture economiche attuali; basti pensare che le principali piazze finanziarie europee hanno visto ridurre il loro peso a livello aggregato sulla capitalizzazione mondiale nel periodo 2000-2016 dal 29,8 al 19,8 per cento. Nessun paese però, a parte la Grecia, ha fatto peggio dell'Italia: nel 2000 Piazza Affari valeva il 2,4 per cento della capitalizzazione mondiale, a fine 2016 solo lo 0,8 per cento (dati Mediobanca).

Borsa Italiana Capitalizzazione di mercato e percentuale sul PIL



(Tavola 10) Fonte: Borsaitaliana.it

I risultati sovra esposti mettono in evidenza una situazione di svantaggio dell'imprenditorialità italiana rispetto agli altri grandi player europei (e mondiali). Tuttavia, "trovarsi a rincorrere", usando una metafora sportiva, talune volte può aiutare a focalizzarsi

con più libertà, motivazione e razionalità sull'obiettivo prefissato. Nel mondo dell'economia reale tutto questo si traduce nel riconoscere grandi spazi di intervento, ancora da realizzare, affinché le imprese italiane riescano a superare il problema dimensionale, guadagnando in efficienza e competitività.

3.4 I mercati di riferimento per le SPAC: MIV e AIM Italia

La SPAC di diritto italiano può quotarsi in due distinti mercati (entrambi gestiti da Borsa Italiana), parliamo rispettivamente di MIV (Mercato degli Investment Vehicles) e AIM Italia.

3.4.1 MIV - Mercato degli Investment Vehicles

Il MIV è un mercato regolamentato creato appositamente con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità, e visibilità esclusivamente ai veicoli di investimento, dotati di una chiara visione strategica. In seno all'armonizzazione comunitaria realizzata dalla AIFMD⁵⁶, il MIV ha assunto una chiara propensione verso i Fondi Alternativi di Investimento (FIA), in forma sia societaria che contrattuale, sia italiani che esteri, e aperti sia al pubblico *retail* che a investitori professionali. Il MIV grazie ad un assetto regolamentare efficace e flessibile è oggi capace di accogliere numerose tipologie di emittenti che, sulla base di un criterio classificatorio per natura, possono dividersi in 4 segmenti, ognuno dei quali è dotato di specifiche regole per l'ammissione:

1. fondi chiusi: segmento in cui sono negoziate le quote di Fondi Comuni di Investimento Chiusi, mobiliari e immobiliari;

⁵⁶ Fonte: "I mercati degli Investment Vehicles gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIFMD", Discussion Paper, 18 ottobre 2014, Borsa Italiana. L'AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) stabilisce standard normativi armonizzati per Gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM).

2. Real Estate Investment Companies (REIC): segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e che svolgono in via prevalente attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare;
3. Investment companies: segmento in cui sono negoziate le azioni di società la cui politica di investimento prevede un sufficiente livello di diversificazione e il cui unico oggetto sociale prevede l'acquisto di partecipazioni di maggioranza/minoranza di società quotate e non quotate, ovvero in strumenti finanziari, rami d'azienda o interi complessi aziendali;
4. Special Investment Vehicle (SIV): segmento in cui sono negoziati gli strumenti emessi dalle c.d. SIV, cioè società la cui politica di investimento non prevede un livello di diversificazione tanto elevato quanto i segmenti precedenti ma bensì, caratterizzata da una particolare complessità (*multi-strategy vehicles*) e il cui oggetto sociale esclusivo preveda l'investimento in via prevalente in una società o attività⁵⁷.

I punti di forza che Borsa Italiana riconosce a questo mercato sono molteplici e attengono principalmente alla capacità di aver introdotto una reale flessibilità regolamentare (allineata con la disciplina europea) nonché una focalizzazione sulle specifiche esigenze dei veicoli di investimento.

È proprio al fine di questo elaborato, che merita spendere qualche parola aggiuntiva circa il segmento SIV, naturale "habitat" finanziario della SPAC. La sua introduzione in Italia risale a circa 7 anni fa (24 maggio 2010) e, a differenza degli altri segmenti, si caratterizza per il

⁵⁷ Le quattro definizioni dei segmenti di cui si compone il mercato MIV sono state riprese dal Discussion Paper "I mercati degli Investment Vehicles gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIFMD", 18 ottobre 2014, Borsa Italiana.

fatto di essere accessibile ai soli investitori professionali⁵⁸ e di imporre un limite del 20 cento alle eventuali attività investite in quote di fondi speculativi (italiani o esteri).

Inoltre le società che intendono quotarsi e operare nel SIV devono rispettare determinate condizioni di ammissibilità, previste dal Regolamento di Borsa Italiana. Nello specifico, la normativa richiede una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e un flottante almeno pari al 35 per cento. Sebbene Borsa Italiana si limiti a consigliare la presenza di amministratori indipendenti, senza imporne un numero predefinito, i membri del Cda devono aver necessariamente maturato almeno tre anni di esperienza nella gestione strategica di investimenti. L'*investment policy* è libera in termini di diversificazione degli investimenti ma presenta un vincolo di *timing* pari a 36 mesi (per investire almeno il 50 per cento del totale attivo, pena lo scioglimento della società). Per le SPAC, come meccanismo già discusso quando si è affrontato il funzionamento operativo dello strumento, si prevede la costituzione di una “*cash protection*” mediante un conto vincolato in cui depositare le risorse raccolte.

Infine, Borsa Italiana richiede un'adeguata politica di gestione del conflitto di interesse da

⁵⁸ Gli “Investitori Professionali” vengono definiti nell'allegato II, parte 1 e 2, della Direttiva MIFID 2004/39/CE, come: “[...] soggetti che, considerati i criteri previsti dalla normativa, possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono. I clienti professionali necessitano, quindi, di un livello di protezione intermedio. È prevista, infatti, una parziale esenzione dall'applicazione delle regole di condotta nei rapporti tra intermediari e clienti professionali [...]”.

All'interno della categoria dei clienti professionali è poi opportuno distinguere tra “clienti professionali privati” quali banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals), altri investitori istituzionali, agenti di cambio, le imprese di grandi dimensioni che presentano, a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: € 20.000.000,00;
- fatturato netto: € 40.000.000,00;
- fondi propri: € 2.000.000,00;

nonché gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie e “clienti professionali pubblici” individuati con regolamento dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

attuarsi mediante l'individuazione di circostanze potenzialmente critiche e specifiche procedure di prevenzione (come descritto al paragrafo 1.2.2).

Caratteristica peculiare del mercato MIV è la presenza dello Sponsor, cioè un intermediario finanziario (bancario o non bancario, SIM, imprese di investimento e intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del Testo Unico bancario) autorizzato a svolgere attività di collocamento di strumenti finanziari. Il suo compito principale si estrinseca nell'accompagnamento della società emittente nell'iter di quotazione, garantendone l'affidabilità del *business plan* e agevolando i contatti con analisti e investitori. Spesso lo Sponsor assume il ruolo di *Global Coordinator* e, in un Ipo o in un'operazione di collocamento istituzionale, deve svolgere l'ulteriore ruolo di *Lead Manager*.

La sua attività tuttavia, non si limita alle sole fasi di pre Ipo dal momento che, alcune specifiche funzioni, risultano successive all'ammissione a quotazione e sono dirette a garantire la liquidità del titolo e, più in generale, a fornire supporto in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società.

Il processo di accettazione nel SIV si apre con la presentazione a Borsa Italiana della domanda di ammissione; si tratta di una serie di documenti obbligatori che vanno dalla copia della Statuto della società, alla relazione della società di revisione, dal prospetto informativo approvato da Consob, alla costituzione di un conto vincolato.

Dal momento che Borsa Italiana riceve la domanda, si riserva un termine massimo di due mesi per valutarne l'effettiva ammissibilità, che diviene definitiva, una volta accertato l'accesso al Prospetto Informativo da parte della platea di investitori, quando Borsa Italiana stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e il rispettivo mercato di riferimento.

La SPAC, per sua natura, è legittimata ad operare sul mercato MIV fin tanto che mantiene le caratteristiche proprie di *investment vehicle*. In altri termini, una volta che l'assemblea avrà approvato la *business combination* e questa si sarà perfezionata, la SPAC si trasformerà

automaticamente in società operativa e, non presentando più le qualità proprie di uno dei quattro settori sopra descritti, dovrà necessariamente richiedere il trasferimento presso un altro mercato. Tuttavia, vista la presenza squisitamente istituzionale degli investitori nel segmento SIV, Borsa Italiana consente alla SPAC (nel tempo che intercorre tra l'aggregazione aziendale vera e propria e l'effettivo trasferimento) di continuare a quotare i propri titoli.

Come già esaminato, l'armonizzazione comunitaria realizzata dalla AIFMD ha condotto il MIV ad assumere un chiaro atteggiamento di favore verso i Fondi Alternativi di Investimento (FIA), soprattutto per quanto riguarda il segmento SIV, a cui le SPAC appartengono. Di fatto però, per quanto tali veicoli presentino alcune peculiarità che possono richiamare quelle tipiche della gestione collettiva del risparmio (quali la raccolta di risorse presso una pluralità di investitori, la presenza di un *management team* e di una politica di investimento), alcune, essenziali al fine del funzionamento dello strumento, sono tali da far dubitare sulla loro ricomprensione nell'ambito di applicazione della riserva⁵⁹, e perciò di seguito riportate:

- assenza di diversificazione nella politica di investimento: nelle SPAC di norma essa consiste nell'individuazione di un'unica società industriale in cui investire il patrimonio raccolto e con cui fondersi. Una tale modalità, incompatibile con logiche di gestione del rischio e con il principio del frazionamento, appare pienamente

⁵⁹ Al riguardo, la Comunicazione di Borsa Italiana rivolta a Consob e Banca d'Italia (con oggetto "Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica") accoglie con favore le indicazioni contenute nel documento di consultazione alla Sezione II del Titolo I del Regolamento sulla gestione collettiva in tema di ambito di applicazione della riserva in quanto esse forniscono degli utili elementi di valutazione al fine di escludere la figura delle SPAC dall'ambito del nuovo regime in tema di fondi alternativi. Finora tali prodotti, per lo più di origine non domestica, sono stati ricondotti alla categoria degli strumenti di debito e come tali sono stati normalmente qualificati nell'ambito della documentazione di offerta e/o nei relativi Prospetti. Anche a seguito della AIFMD, alcune Autorità di vigilanza dei Paesi di principale provenienza di tali veicoli hanno espressamente escluso tali strumenti finanziari dall'applicazione della normativa in tema di fondi alternativi. In tal senso si vedano ad esempio le Q&A della Central Bank of Ireland con riferimento agli SPV. Nello stesso senso si è espressa la FCA in UK, specificando che, in considerazione della natura debitoria di tali prodotti, essi non rientrino nell'ambito della riserva di attività prevista dalla disciplina sui fondi alternativi, salvo casi specifici.

allineata invece a logiche commerciali/industriali;

- logica commerciale: sebbene la SPAC nasca mediante l'offerta pubblica dei suoi titoli ad una ampia e variegata platea di investitori, si è già detto che la "vera Ipo" sia rappresentata dalla *business combination*, evento necessario affinché la vera strategia commerciale/industriale assuma contenuti definitivi;
- trasformazione in senso industriale: la modifica dell'oggetto sociale una volta che l'aggregazione aziendale ha avuto luogo, caratterizza la SPAC sin dal momento della sua costituzione;
- gestione a monte: i soggetti chiamati a decidere sull'operazione sono solo e soltanto gli azionisti della SPAC che, riuniti in assemblea, a fronte di una piena *disclosure* sulle caratteristiche del target, condizionano profondamente tale strategia approvando ovvero votando contro l'acquisizione.

3.4.2 AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale

AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale (di seguito anche AIM Italia), è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita. Il mercato nasce il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC (Mercato Alternativo del Capitale), e rappresenta per Borsa Italiana la razionalizzazione dell'offerta di risorse dedicate alle PMI.

Esso rappresenta l'introduzione di un unico mercato pensato per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese, con una formula che fa leva sul *know how* ottenuto in oltre 15 anni di esperienza presso il modello AIM del *London Stock Exchange* da un lato, e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro⁶⁰.

⁶⁰ Fonte: "Il mercato per fare impresa, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale", settembre 2012 Borsa Italiana - London Stock Exchange Group.

AIM Italia, anche in seguito all'accorpamento del 2012, ha continuato ad essere un mercato MTF (*Multi Trading Facility*), non regolamentato e accessibile sia agli investitori professionali/istituzionali, che agli investitori *retail* (limitatamente però alla sola fase post Ipo, il c.d. mercato secondario). Trattandosi di una quotazione che non sollecita il pubblico risparmio, il processo è concepito per offrire un percorso semplificato e snello di accesso al mercato (si pensi che il procedimento di quotazione fissa un limite massimo di 10 giorni) e al tempo stesso adempimenti post-quotazione calibrati sulla struttura delle PMI. In aggiunta Borsa Italiana prevede comunque la possibilità di realizzare una Ipo rivolta anche agli investitori *retail*; in questa fattispecie i meccanismi di tutela aumentano tanto da rendere necessaria la predisposizione del Prospetto Informativo e l'ottenimento dell'autorizzazione di Consob (di norma sennò, l'unico documento obbligatorio risulta essere il Documento di Ammissione).

A differenza dei mercati regolamentati, AIM Italia presenta criteri di ammissione appositamente ridotti. Non è posto alcun limite minimo alla capitalizzazione della società e per quanto riguarda il flottante, è sufficiente una quota pari 10 per cento. Infine, sia in tema di *corporate governance* che di parametri economico-finanziari, non si riscontrano particolari requisiti di specificità.

Quanto appena detto trova giustificazione nel fatto che è il mercato stesso, attraverso la figura del Nomad (aspetto forse più innovativo dell'AIM Italia), a delineare le caratteristiche fondamentali delle società che verranno ammesse a quotazione.

Il funzionamento del mercato AIM Italia si basa su due regolamenti distinti ma che vanno però letti in chiave congiunta: il Regolamento Emittenti e il Regolamento *Nominated Advisers*.

Ai sensi del Regolamento Emittenti, il *nominated adviser* (di seguito anche Nomad) viene definito come il soggetto responsabile, di fronte a Borsa Italiana, circa la valutazione della

congruità di un emittente⁶¹. Il secondo invece, stabilisce i criteri di ammissione, gli obblighi su base continuativa, nonché gli aspetti disciplinari relativi al *nominated adviser*⁶². Per ottenere la qualifica di Nomad, ai sensi del Regolamento *Nominated Advisers* è necessario essere una società di capitali ampiamente riconosciuta sul mercato, il cui bilancio venga certificato da una società di revisione e con almeno una esperienza di due anni alle spalle nel campo del *corporate finance*.

Da un punto di vista squisitamente operativo il Nomad non è altro che il consulente che affianca la società dal momento della primaria ammissione lungo tutta la permanenza sul mercato, supportando la stessa negli adempimenti derivanti dallo status di società quotata, attraverso cioè il supporto nella pubblicazione del bilancio, della relazione semestrale e di tutte le informazioni ritenute *price sensitive*.

Venendo alla quotazione vera e propria e alle fasi del suo espletamento, tutto ha inizio con una fase preparatoria in cui il management o in alternativa, un consulente finanziario esterno (il Nomad ad esempio che inizierebbe così a seguire la società già in fase preliminare), verifica l'esistenza di tutta una serie di requisiti formali, quali strumenti organizzativi adeguati, strutture gestionali e manageriali. Lo scopo qui è accertare che la società richiedente l'ammissione sia effettivamente capace di sottoporsi al regime di trasparenza imposto dal mercato AIM Italia. Per di più, affinché la quotazione possa rappresentare il raggiungimento di un successo duraturo e concretamente capace di apportare alla società un valore aggiunto, questa prima fase deve essere focalizzata in maniera particolare sulla instaurazione di un rapporto dialettico e trasparente con analisti e investitori. Il Regolamento Emittenti al riguardo prevede che proprio in questo processo preparatorio all'impresa venga richiesto di predisporre un piano industriale sostenibile, in

⁶¹ Fonte: "AIM Italia Regolamento *Nominated Advisers*", 3 dicembre 2009.

⁶² Si noti che, ai fini di una completa comprensione, i Regolamenti vanno letti e interpretati unitamente, anche assieme all'ulteriore Manuale delle Procedure di Accertamento delle Violazioni e Impugnazioni.

cui si renda altrettanto chiara la strategia di investimento che si intende perseguire.

Il primo vero intervento da parte del Nomad lo abbiamo proprio al termine di questa fase, poiché lo stesso sarà chiamato a svolgere l'attività di *due diligence* contabile e finanziaria a fronte della quale, là dove non dovessero emergere consistenti criticità, si rilascia la certificazione di appropriatezza. Infine una volta inoltrata la comunicazione di pre-ammissione, Borsa Italiana è in grado ammettere la società in un termine massimo di 10 giorni.

Borsa Italiana in aggiunta, si riserva la facoltà di rifiutare una richiesta di quotazione su AIM Italia in tutti quei casi in cui eventuali irregolarità, più o meno gravi, ovvero omissioni in sede di presentazione della Domanda di Ammissione, si configurino come fattispecie idonee a minacciare il corretto funzionamento e la reputazione del mercato in esame.

In Tavola 11 si è voluto fornire un riepilogo che riassume le principali caratteristiche dei due mercati appena esaminati, per poterne anche meglio apprezzare le differenze operative. Indipendentemente dal confronto immediato che ne emerge, preme sottolineare che la valutazione del mercato nel quale attivare la quotazione viene compiuta anche (e soprattutto) in termini di costi, di visibilità nazionale ed internazionale e di congruità con la strategia aziendale perseguita.

Mercato MIV e AIM Italia a confronto		
	MIV (segmento SIV)	AIM Italia
Mercato regolamentato	✓	✗
Investitori	Istituzionali	Istituzionali Retail (post IPO)
Capitalizzazione minima	€40 milioni	Nessuna previsione formale
Flottante minimo	35%	10%
Bilanci certificati	3	1
Prospetto informativo	✓	✗ (Documento di Ammissione)
Investment policy	✓	✓
Track record del management	✓ Almeno 3 anni	✓ Almeno 3 anni
Amministratori indipendenti	Suggeriti	Nessuna previsione formale
Principale advisor	Sponsor	Nomad
Rendiconti	Trim./Sem./Ann.	Sem./Ann.
Tempi max per l'ammissione	2 mesi	10 giorni

(Tavola 11) Fonte: “I mercati degli Investment Vehicles gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIFMD”, Discussion Paper, 18 ottobre 2014, Borsa Italiana.

CAPITOLO IV
LE SPAC NELL'ESPERIENZA ITALIANA

4.1 Le SPAC in Italia: una panoramica generale

Borsa Italiana già da tempo aveva individuato le SPAC come un'interessante alternativa alla quotazione mediante Ipo, con una attrattiva molto forte per il mercato italiano⁶³. Nel complesso, le SPAC approdate sul listino di Borsa Italiana sino al 31 maggio 2017 sono state 14 e complessivamente hanno dato luogo a nove *business combination* con società target che si sono trovate così automaticamente quotate a Piazza Affari e che oggi nel complesso valgono circa 2,5 miliardi di euro di capitalizzazione di mercato (warrant compresi)⁶⁴.

Preme sottolineare che fino ad oggi, escluse le recenti quattro fattispecie in cui ancora non è decorso il termine dei 24 mesi più la quinta eccezione, Sit Group, in attesa di concludere l'integrazione prevista per il prossimo luglio, le altre nove iniziative finanziarie hanno riscosso solamente successi, visto che tutte le SPAC di diritto italiano hanno prima individuato e poi si sono integrate con il rispettivo target.

La prima *Special Purpose Acquisition Company* a quotarsi sul mercato MIV di Borsa Italiana, nel 27 gennaio 2011, è stata Italy Investment sa, una SPAC di diritto lussemburghese (la prima SPAC di diritto italiano a quotarsi sull'AIM Italia è stata Made in Italy 1) che trascorsi circa tredici mesi dall'Ipo ha annunciato la *business combination* con IVS SpA, società leader a livello nazionale nel settore dei distributori automatici (*vending machine*), realizzatasi infine nel febbraio 2013.

In Tavola 12 è riportato un breve riepilogo delle 14 iniziative che sono state lanciate sul mercato italiano con i relativi target (ove disponibili). Si noti che la tabella comprende anche un veicolo che tecnicamente non era definibile come SPAC ma nella pratica ha lavorato come se lo fosse: si tratta di Ipo Challenger, conosciuta agli occhi degli investitori come

⁶³ Fonte: "Sviluppo della SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) in Italia", Marco Fumagalli.

⁶⁴ Fonte: "La Spac? Ci vede giusto", Milano Finanza, Edizione del 20 maggio 2017, a cura di Stefania Peveraro.

“l’evoluzione” della SPAC. Di fatto si è trattato di un veicolo di investimento (che non ha riferimenti analoghi in altri paesi) che non è stato quotato, essendosi limitato a collocare presso gli investitori bond convertibili in azioni della società target. Al riguardo è sembrato particolarmente innovativo ed efficace il meccanismo di “*earn out*”⁶⁵. Tale previsione ha consentito infatti di mitigare profondamente, portando quasi ad un allineamento, il conflitto tra investitori, promotori e imprenditore/i della target: di fatto si è assistito all’emissione di azioni riscattabili assegnate ai soci della società target, che hanno avuto l’effetto, nel caso in cui non fossero stati raggiunti gli obiettivi di performance prefissati, di diluire la quota di capitale posseduta dall’imprenditore, con un contestuale rimborso previsto a favore dei soci di minoranza (ovvero i *promoters*) così come degli investitori. Alla fine i target sono stati due, Giordano Vini e Provinco Italia, che hanno dato vita a Italian Wine Brands, che ha fatto il proprio debutto sull’Aim Italia nel gennaio 2015. Inoltre, a seguito della fusione per incorporazione di GF Group SpA nel veicolo Grenelta Food SpA, si è avuto il secondo esempio di SPAC di settore “*food&beverage*”.

Ad alimentare il conteggio, sempre con qualche particolarità di dettaglio, c’è Ipo Club, un fondo di investimento chiuso (alla data del 20 maggio 2017 ancora in raccolta) che sarà esso stesso il promotore seriale di più simil SPAC. L’obiettivo dei promotori (Azimut Holding ed Electa, società guidata da Simone Strocchi, che era stato tra i promotori anche di Ipo Challenger) è raccogliere 150 milioni di euro da investire in obbligazioni emesse da cosiddette *pre-booking company*. Queste ultime saranno veicoli di investimento non quotati costituiti per convogliare il capitale di investitori nell’acquisizione di quote di capitale di società target da quotare successivamente in borsa. Ancora, GreenItaly 1 SpA è stata l’unica

⁶⁵ L’*earn out* è un sistema di clausole contrattuali che puntano a ridurre il rischio derivante a una società dall’acquisto di un’altra. Questi sistemi di “pagamento in più tranche” traggono la propria origine storica nella difficoltà di valutare le performance future delle società tecnologiche degli anni Novanta (Fonte: Borsa Italiana).

ad aver dichiarato di voler investire in una specifica *industry*, ovvero la “*green economy*”, se pur dallo statuto della SPAC si faccia riferimento in senso ampio a:

“[...] *tecnologie, prodotti, servizi e infrastrutture necessarie all’uso efficiente delle risorse o alla crescita sostenibile dell’economia, ma non dipendente da incentivi statali [...]*”.

La *business combination* è avvenuta nel dicembre 2015 conducendo a quotazione, sull’AIM Italia, Zephyro SpA, operatore italiano di riferimento nel settore dell’efficienza energetica e nella fornitura di soluzioni integrate di *energy management* per strutture complesse, in Italia e all’estero.

SPAC in Italia - numeri e principali caratteristiche									
Nome	Promoters	SPAC				Target			
		Data di quotazione	Mercato di quotazione	Warrant/ azioni	Capitale raccolto (€'mil)	Nome	Data di quotazione	Mercato di quotazione	
Italy 1 Investment sa	V. Gamberale, C. Mammola, G. Revoltella, R. Berger, F. Iahmstein e G. Wendenburg	gen-11	Miv	1 a 1	150	IVS SpA	mag-12	Mta	
Made in Italy 1 SpA	M. Carloti, L. Giacometti e S. Strocchi	giu-11	Aim	1 a 1	50	Sesa SpA	feb-13	Star	
IPO Challenger (a)	S. Strocchi, A. Oggioni, Electa e L. Giacometti	nd	Bond privato	1 a 1	52	Italian Wine Brands SpA	gen-15	Aim	
Space	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliardi, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	dic-14	Miv	2 a 3	130	Fila SpA	giu-15	Star	
Industrial Stars of Italy	A. Arietti e G. Cavallini	lug-13	Aim	1 a 2	50	Lu-Ve SpA	lug-15	Ma	
GreenItaly 1 SpA	M. Carloti, Idea Capital Funds sgr, Vedogreen	dic-14	Aim	1 a 1	35	Zephyro SpA (ex PrimaVera)	dic-15	Aim	
Capital for Progress 1	M. Capuano, A. Perricone, M. Fumagalli e A. Bianchi	set-15	Aim	2 a 10	51	GPI	dic-16	Aim	
Grenelta Food	L. Giacometti, G. Lugli, S. Malagoli e S. Marenco	nov-15	Aim	1 a 2 (b)	80	Gruppo Orsero	feb-17	Aim	
Space 2	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliardi, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	lug-15	Miv	2 a 4	155 (f)	Avio SpA	apr-17	Star	
Industrial Stars of Italy 2	A. Arietti e G. Cavallini	mag-16	Aim	1 a 2 (b)	51	SIT group	Prevista lug-17	Aim	
Innova Italy 1	F. Conti, M. Costaguta, P. Ferrario, F. Gianni e A. Pansa	ott-16	Aim	2 a 10 (c)	100	nd	nd	nd	
IPO Club (d)	S. Strocchi, A. Oggioni, Electa, Azimut Holding	in raccolta	fondo privato chiuso	nd	120	nd	nd	nd	
Crescita	Crescita Holding Srl (M. Armanini, C. Dippolito, M. Drago, C. Moser, A. Tazartes, A. Toffoletto) e Dea Capital SpA	mar-17	Aim	2 a 10 (c)	130	nd	nd	nd	
Space 3	Spin-off da Space 2	apr-17	Miv	1 a 4 (e)	153	nd	nd	nd	
Totale		-	-	-	1.152	-	-	-	

(Tavola 12) Fonte: Database Bebeez, aggiornato a maggio 2017.

Legenda:

- tecnicamente non si è trattato di una SPAC, perché la società non è stata quotata, ma ha emesso obbligazioni convertibili in azioni della target potenziale in occasione della sua conseguente Ipo;
- un altro warrant ogni 2 azioni sottoscritte saranno assegnati all’atto della *business combination* agli azionisti non recedenti;

- c) altri 3 warrant gratuiti ogni 10 azioni saranno assegnati all'atto della *business combination* agli azionisti non recedenti;
- d) tecnicamente non si tratta di una SPAC, ma di un fondo chiuso che sarà promotore di più SPAC;
- e) al momento della *business combination*;
- f) in origine ha raccolto 308 milioni, poi è stata scissa al momento della *business combination* e a Space 3 sono stati apportati 152,85 milioni.

Guardando alle dimensioni, la più piccola (GreenItaly 1) ha raccolto 35 milioni di euro e la più grande (Space2) è stata capace di giungere sul mercato con 308 milioni post Ipo, considerando però che circa la metà della quota derivante dalla raccolta originaria (154 milioni di euro) è stata destinata in favore della recentissima Space3, ancora alla ricerca di un target. Questa ultima fattispecie fornisce un esempio concreto circa la possibilità che una SPAC, secondo la normativa italiana, possa anche essere “spezzata” nel caso non si rendano necessarie tutte le risorse per un'unica operazione.

Di fatto si tratta di dimensioni limitate, perché coerenti con la reale presenza di target all'interno del panorama nazionale. Inoltre molte volte l'obiettivo di raccolta è stato fissato all'interno di *range* di valori prestabiliti, giungendo a consuntivo a dei totali inferiori rispetto al tetto massimo.

Per quanto riguarda il tempo a disposizione dei promotori per portare a compimento l'aggregazione aziendale, per bene due volte (e rispettivamente nel caso di Italy Investment 1 e di Space) il limite dei 24 mesi ha riguardato solo l'annuncio dell'operazione, essendo stati necessari fino ad ulteriori 12 mesi per giungere al *closing*. Il tempo medio per annunciare l'accordo con la società target, non considerando la quotazione di SIT Group prevista per il prossimo luglio, è uguale a 491 giorni, a cui vanno aggiunti mediamente circa ulteriori due mesi per la delibera dell'assemblea dei soci.

A differenza quindi delle numerose SPAC americane, in Italia le operazioni di voto vengono esperite con tempistiche decisamente più contenute, segno che forse i promotori italiani tendono a garantirsi il sostegno degli azionisti principali ancor prima di formalizzare l'intesa

tra SPAC e società target.

Per poter valutare la capacità di creazione di valore dello strumento SPAC, e quindi la se la strategia dei promotori sia stata vincente, per modalità e tempi di realizzazione, si rende necessario esporre in Tavola 13 i principali dati di bilancio delle società che sono state oggetto di *business combination*, dal momento della fusione fino ad oggi (per motivi di completezza e comparativi si riportano i valori relativi all'anno fiscale 2015-2016). Le dieci società target (di cui nove già acquisite e quotate, cui va aggiunta Sit Group, in attesa di concludere l'integrazione) presentano alcune peculiarità comuni che ci consentono di circoscrivere l'insieme di società "preda di SPAC" e di illustrarne di seguito le principali caratteristiche ricorrenti:

- scarsa esposizione debitoria: in media, il livello di leva finanziaria che emerge dallo stato patrimoniale del target non supera le 3,3 volte l'EBITDA (con riferimento ai valori *actual* 2016);
- buoni livelli di redditività: se si guarda alla tabella di seguito, si può notare facilmente che sono soltanto tre su dieci le società che nel 2016 hanno un EBITDA *margin*⁶⁶ inferiore al 10 per cento (rispettivamente Sesa SpA 4.3 per cento, IWB SpA 6.3 per cento e Gruppo Orsero 5.1 per cento), mentre ben tre presentano un margine superiore al 15 per cento (stiamo parlando in ordine crescente di Sit Group 15.6 per cento, Fila SpA 15.9 e IVS SpA 22.1 per cento).

⁶⁶ L'EBITDA *margin* è dato dal rapporto tra EBITDA (Earnings before Interests, taxes, Depreciation and Amortization) e il fatturato dell'anno.

Andamenti economico-patrimoniali delle target delle SPAC italiane									
€'000		Fatturato		Var	EBITDA		EBITDA	PFN	
SPAC	Target	2015	2016	%	2015	2016	margin	31-dic-15	31-dic-16
Italy Investment sa	IVS SpA	347.7	362.3	4.2%	48.1	80.0	22.1%	(230.8)	(225.6)
Madein Italy 1 SpA	Sesa SpA	1,060.2	1,229.6	16.0%	51.6	52.4	4.3%	33.9	41.8
IPO Challenger	IWB SpA	140.6	148.7	5.7%	10.8	9.3	6.3%	(20.1)	(10.5)
Space	Fila SpA	275.3	422.6	53.5%	47.6	67.2	15.9%	(38.7)	(223.4)
Industrial Stars of Italy	Lu-Ve SpA	209.1	248.3	18.7%	26.2	33.0	13.3%	4.2	(30.2)
GreenItaly 1 SpA	Zephyro SpA	102.0	94.6	(7.3%)	12.7	9.8	10.4%	11.6	7.9
Capital for Progress 1	GPI	89.4	136.2	52.3%	8.0	20.1	14.8%	(37.8)	(9.9)
Grenelta Food	Gruppo Orsero	617.4	685.0	10.9%	28.2	35.2	5.1%	(146.9)	(49.1)
Space 2	Avio SpA	257.4	292.0	13.4%	35.5	36.5	12.5%	(27.6)	(11.1)
Industrial Stars of Italy 2	SIT group	264.7	288.1	8.8%	35.3	44.8	15.6%	(156.5)	(138.2)

(Tavola 13) Fonte: Database Bebeez e valori finanziari per società quotata di Borsa Italiana. Si noti che alcuni valori di EBITDA (quello di Avio SpA ad esempio vengono presentati sulla base di una *view* manageriale, perciò esponendo un valore *Adjusted* di EBITDA).

Un altro importante parametro valutativo non può che risiedere nell'andamento dei rispettivi prezzi di mercato dei titoli dal momento della fusione, e quindi contestuale accesso al mercato borsistico, ad oggi. Il calcolo non è facilissimo, tanto che anche all'interno degli ambienti borsistici le opinioni al riguardo sono varie, perché va tenuto conto del valore dei *warrant* che vengono assegnati in sede di sottoscrizione delle azioni della SPAC, degli eventuali dividendi staccati dalla target e dei movimenti di borsa, una volta che quest'ultima viene quotata. Tuttavia, almeno sino a pochi mesi dall'integrazione, il rendimento è stata ampiamente superiore rispetto alle attese, mostrando in media un *Irr*⁶⁷ di oltre il 20 per cento alla efficacia della *business combination* (con un *Irr* medio del 13 per cento a 5 mesi dall'aggregazione) facendo registrare addirittura un picco un picco del 33 per cento (Sesa SpA)⁶⁸.

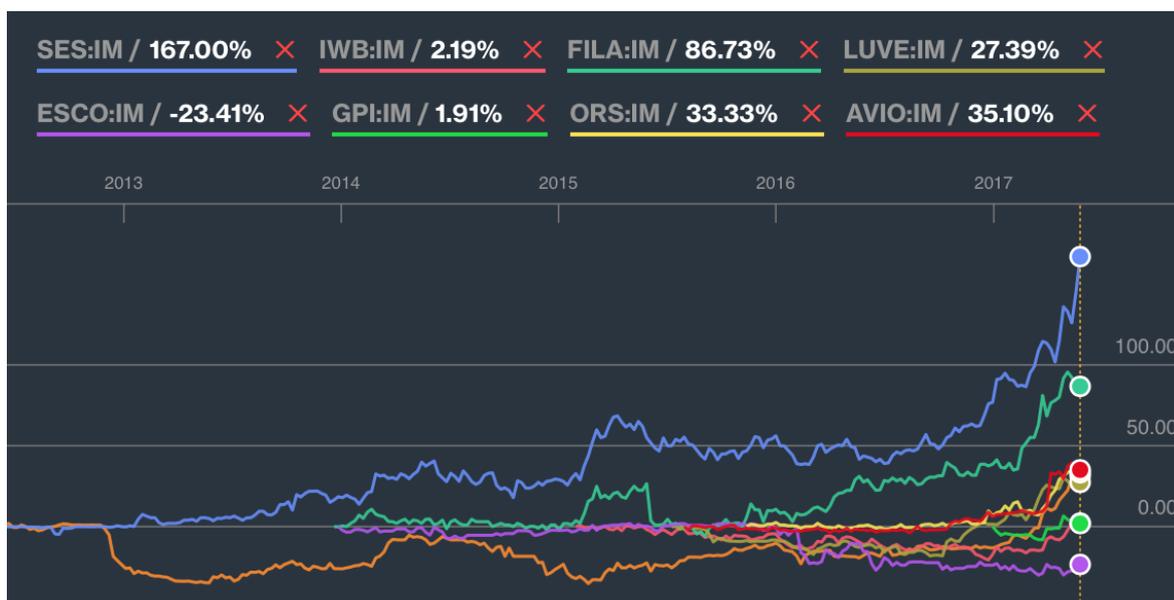
Sul fronte delle performance borsistiche (Tavola 14), inoltre, se prendiamo come periodo di

⁶⁷ Il Tasso Interno di Rendimento (TIR o *Irr*, acronimo dall'inglese *Internal Rate of Return*) è un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario. Nel caso più comune di un investimento, rappresenta il tasso composto annuale di ritorno effettivo che questo genera; in termini tecnici rappresenta il rendimento di un investimento. Più l'*Irr* è elevato maggiore è attraente l'investimento.

⁶⁸ Fonte: Milano Finanza, "*Ricchi con le SPAC*", 22 ottobre 2016, a cura di Stefania Peveraro. Il calcolo è stato condotto da Strocchi, che è anche presidente di AISPAC (Associazione delle Spac Italiane), a fine 2015 su quattro società quotate oggetto di integrazione con altrettante SPAC ed è stato ottenuto tenendo conto di tutte queste variabili, oltre che del tempo intercorso tra la quotazione della SPAC e la conclusione della *business combination*.

riferimento la stessa data di inizio negoziazioni del titolo sul mercato, sei delle nove società hanno registrato guadagni compresi tra il 27.39 per cento e il 167.00 per cento (in ordine decrescente: Sesa, Fila, Avio, Orsero, Ivs, Lu-Ve).

Performance non altrettanto virtuose sono state ottenute dal titolo GPI, caratterizzato da un andamento piuttosto *flat*, da IWB che ha guadagnato poco meno del 2 per cento e solo una è in negativo (Esco cioè Zephiro).



(Tavola 14) Fonte: Dati Bloomberg aggiornati al 26 maggio 2017 e rielaborazione propria. In **Arancione** l'andamento di IVS:IM / 31.33 per cento.

CAPITOLO V
IL CASO SPACE2 – AVIO SPA

5.1 Space2 – Avio SpA: panoramica generale

Space2 SpA (di seguito anche Space2) è la più recente e più grande SPAC di diritto italiano ad aver completato l'operazione di aggregazione aziendale conducendo così a quotazione la relativa società target. Space2 si è quotata sul MIV nel luglio del 2015 raccogliendo una dotazione di 300 milioni di euro provenienti da oltre 85 investitori istituzionali e privati, oltre a 8 milioni di euro investiti direttamente da Space Holding Srl (società d'investimenti promotrice dell'iniziativa, di seguito anche Space Holding).

Nell'ottobre 2016 il CdA di Space2 ha annunciato la *business combination* con Avio SpA (di seguito anche Avio), società leader mondiale nel settore dei lanciatori e della propulsione applicata a sistemi di lancio, missili e satelliti. A seguito della fusione per incorporazione di Avio in Space2, le azioni ordinarie della società target sono oggetto di negoziazioni sul MTA, segmento Star, insieme ai relativi *market warrant*, dallo scorso 10 aprile.

Contestualmente, i gestori della SPAC hanno annunciato la scissione parziale e proporzionale di Space2 (metà della dotazione originaria, ovvero 154 milioni dei rispettivi 308 depositati in fase di raccolta iniziale) a favore della neonata SPAC Space3, sempre da quotare sul MIV della Borsa Italiana nel primo trimestre 2017 (attualmente alla ricerca di un target)⁶⁹.

Nei paragrafi che seguono si cerca di fornire una rappresentazione di quello che è stato l'intero processo, partendo dalla costituzione di Space2, passando dai caratteri chiave della *business combination*, fino ad arrivare all'esposizione di un giudizio complessivo dell'operazione e dei suoi futuri sviluppi.

⁶⁹ Fonte: Relazione finanziaria annuale 2016 Space SpA

5.1.1 Space2: costituzione e Ipo

Space2 è la seconda SPAC promossa da Space holding dopo il successo ottenuto con la prima esperienza di SPAC (denominata Space) che ha portato alla fusione e quotazione di Fila SpA nel giugno 2015.

Space2 si presenta come un SIV (*Special Investment Vehicle*) costituito, secondo lo schema delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), con lo specifico scopo di raccogliere, mediante il collocamento di proprie azioni ordinarie e la loro quotazione sul MIV (Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* - Segmento Professionale), capitale di rischio da impiegare per l'acquisizione di una partecipazione rilevante⁷⁰ in una società, impresa, azienda o ramo di azienda, da effettuarsi con qualsiasi modalità, ivi inclusa l'aggregazione mediante conferimento o fusione (fattispecie concreta poi verificatasi), anche in combinazione con l'acquisto o la sottoscrizione di partecipazioni⁷¹.

Space2 è stata costituita in data 28 maggio 2015 e allora disponeva di un capitale sociale di 50.000 euro, interamente versato e diviso in 5.000 azioni ordinarie prive di valore nominale, emesse alla pari per 10 euro cadauna. Nel giugno 2015, a circa un mese dal definitivo deposito del Prospetto informativo presso Consob (datato 15 luglio 2015) e contestuale avvio delle negoziazioni delle azioni sul MIV, l'Assemblea degli Azionisti riunita in sede straordinaria, ha deliberato la conversione di tutte le 5.000 azioni ordinarie in pari numero di azioni speciali.

Da un punto di vista puramente tecnico la quotazione di Space2 è avvenuta mediante OPS⁷² (Offerta Pubblica di Sottoscrizione), prevedendo un aumentare di capitale sociale a

⁷⁰ Dove per partecipazione rilevante l'art 120 del TUF intende una "Quota di partecipazione in una società quotata di ammontare superiore al 2 per cento del capitale con diritto di voto".

⁷¹ Fonte: Spaceholding.it

⁷² Una OPS è un particolare strumento di finanza straordinaria attraverso il quale una società offre agli investitori azioni di nuova emissione nate a seguito di un'operazione di aumento di capitale.

pagamento per un ammontare massimo complessivo (comprensivo di sovrapprezzo) di 300 milioni di euro da realizzarsi mediante l'emissione di un numero non superiore alle 30 milioni di azioni ordinarie.

Il processo di quotazione di Space2 si è concluso in data 28 luglio 2015 con inizio delle negoziazioni sul MIV il giorno 31 dello stesso mese, portando al collocamento, presso investitori qualificati in Italia e investitori istituzionali all'estero, di 30 milioni di azioni ordinarie, al prezzo prefissato di 10 euro per azione, per un controvalore complessivo di 300 milioni di euro (c.d. dotazione iniziale). In virtù degli stessi principi di funzionamento dello strumento esaminati nel Capitolo I, in sede di collocamento delle azioni ordinarie sono stati gratuitamente abbinati *market warrant* sulla base di un rapporto di 2 *market warrant* ogni 4 azioni ordinarie sottoscritte. Riassumendo, il processo di quotazione si è concluso assegnando complessivamente 15 milioni di *market warrant*, di cui:

- 7,5 milioni emessi in concomitanza con le azioni ordinarie;
- 7,5 milioni emessi e negoziati solo al completamento della *business combination*.

In aggiunta, Space Holding, società promotrice di Space2, ha contestualmente sottoscritto al prezzo prefissato di 10 euro, 795.000 azioni speciali non destinate alla quotazione, per un controvalore complessivo di 7,95 milioni di euro. Così facendo, da un lato le risorse raccolte da Space2 hanno raggiunto quota 308 milioni e, dall'altro il numero di azioni speciali è salito a 800.000 (dovendo anche tenere in considerazione la conversione in azioni speciali delle 5.000 azioni ordinarie in sede di quotazione da parte di Space Holding).

Anche in questo caso, per ciascuna azione speciale sono stati abbinati *sponsor warrant* secondo un rapporto di 2:1, portando la società promotrice a detenere un totale di 1.600.000 *sponsor warrant*.

In Tavola 15 si fornisce un dettaglio della composizione del Patrimonio netto di Space2 che

al 31 dicembre 2016 ammontava a 305 milioni di euro.

In aggiunta, un elemento di riflessione su cui merita spendere qualche parola è rappresentato dall'imputazione a patrimonio netto di una specifica riserva (contabilizzata con segno negativo sotto la voce "Altre riserve") a decremento del valore dell'*equity*; così facendo, gli amministratori di Space2 hanno ridotto il patrimonio netto della società dei costi relativi alla costituzione nonché, in misura preponderante, inerenti alla quotazione nei mercati di Borsa Italiana per un ammontare complessivo al 31 Dicembre 2015, cioè l'anno in cui ha avuto luogo l'Ipo, di 2.9 milioni di euro (valore rimasto invariato al 31 dicembre 2016).

Patrimonio netto		
€'000	31 Dic 15	31 Dic 16
Capitale Sociale - Azioni Ordinarie	30,000	30,000
Capitale Sociale - Azioni Speciali	845	845
Totale Capitale Sociale	30,845	30,845
Riserva legale	-	15
Riserva da sovrapprezzo Azioni	277,155	277,155
Altre riserve	(2,912)	(2,912)
Utile (perdita) portate a nuovo	-	290
Utile (perdita) dell'esercizio	305	(332)
Totale Patrimonio netto	305,393	305,061

(Tavola 15) Patrimonio netto di Space2 al 31 dicembre 2015-16.
Fonte: relazione finanziaria 2015-16 Space2.

5.1.2 Lo *Sponsor*: Space Holding SpA

Una prima particolarità del caso risiede nella natura del gruppo di soci promotori che hanno costituito la SPAC, essendo questo formalmente costituito non da singoli professionisti bensì da un'unica società promotrice (Space Holding) garante della credibilità di tutto il team. La prima SPAC ad essere promossa secondo una tale modalità fu proprio Space, ovvero il precedente veicolo appositamente costituito da Space Holding per condurre in quotazione Fila SpA. In merito alla natura societaria dello *sponsor*, Space Holding non è altro che una società di investimento, fondata da soggetti con significative e complementari esperienze professionali, con l'obiettivo di veicolare capitale umano e risorse finanziarie garantendo

l'accesso al mercato dei capitali ad imprese ad alto potenziale di crescita⁷³. In quanto tale, la società ha di fatto valutato le SPAC come lo strumento tecnico più efficace, e perciò preferito rispetto a meccanismi societari alternativi, per fornire capitali tanto istituzionali quanto privati ad imprese caratterizzate da una duplice matrice: forte potenziale di crescita in settori riservati alle eccellenze del *Made in Italy* e contemporanea volontà di espandersi mediante quotazione su un mercato regolamentato.

5.1.3 Space2: azioni e *warrant*

Soffermiamoci adesso sulle caratteristiche degli strumenti finanziari che costituivano il Capitale Sociale di Space2 (Tavola 16), ovvero da un lato, 30 milioni di azioni ordinarie sottoscritte in fase di Ipo dalla platea di investitori istituzionali (indicato anche come “Aumento di capitale per l’offerta”) a cui si sommano le 800.000 azioni speciali (di cui 5.000 derivanti dalla conversione delle azioni ordinarie in azioni speciali) sottoscritte da Space Holding in virtù dell’aumento di capitale in opzione (indicato anche come “Aumento di capitale *sponsor*”), e dall’altro i relativi *warrant*.

Caratteristica comune ad entrambe le categorie di azioni è stata l’assenza di un valore nominale. Ciò significa che ai sensi dell’art 2346 cc, ovvero in caso di aumento di capitale sociale a pagamento da parte di una SpA con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni debba essere determinato in misura almeno pari alla parità contabile delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale⁷⁴.

Il prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione ordinaria è stato fissato a 10 euro, imputandolo

⁷³ Fonte: Spaceholding.it

⁷⁴ Fonte: Consiglionotarilemilano.it

per 1 euro alla parità contabile implicita e per i restanti 9 euro a sovrapprezzo (medesimo calcolo per le azioni speciali).

Composizione del Capitale Sociale di Space2 al 31 Dic 2016					
Tipologia	Numero ('000)	Prezzo di emissione (€)	Controvalore (€'000)	Diritti ed eccezioni	Allocazione (€'000)
Azioni ordinarie	30,000	10	300,000	prive di valore nominale	30,000 a Capitale Sociale 270,000 a Riserva da sovrapprezzo Azioni
Azioni speciali	800	10	8,000	prive di valore nominale	845 a Capitale Sociale 7,155 a Riserva da sovrapprezzo Azioni
Totale Capitale Sociale					30,845

(Tavola 16) Composizione quali-quantitativa del Capitale di Space2 al 31 dicembre 2016 (nessuna differenza rispetto ai valori 2015).

Al riguardo, l'art. 5 dello Statuto di Space2, metteva in evidenza quelle che erano le principali differenze tra i diritti collegati alle azioni speciali e quelli invece appartenenti alle azioni ordinarie, tra cui (e in riferimento alle speciali):

- assenza del diritto di voto, sia in assemblea ordinaria che straordinaria;
- esclusione dal percepimento di utili di cui Space2 deliberi la distribuzione a titolo di dividendo ordinario;
- intrasferibilità per tutta la durata della società ovvero per un periodo massimo di 5 anni, fatto salvo determinate fattispecie (trasferimento delle azioni speciali ai soci recedenti di Space Holding ovvero a seguito della liquidazione in natura della loro quota e conseguente assegnazione delle azioni speciali alla beneficiaria di una eventuale scissione proporzionale di Space Holding);
- postergazione, nel caso di scioglimento della società, della liquidazione della quota di patrimonio netto spettante ai detentori di tali titoli, in favore dei titolari di azioni ordinarie.

Un'ulteriore previsione statutaria introduceva poi la possibilità del manifestarsi di una "conversione automatica": al ricorrere di determinate condizioni infatti, le azioni speciali erano convertite automaticamente in azioni ordinarie (sulla base di un rapporto di 1 azione

speciale ogni 4,5 azioni ordinarie), senza necessaria manifestazione di volontà da parte dei titolari e senza modifica alcuna all'entità del Capitale Sociale, dato che la conversione avrebbe portato una diminuzione del valore della parità contabile implicita nelle azioni ordinarie.

La trattazione dei *warrant* (sia *market* che *sponsor*), date le complessità e particolarità che risiedono dietro lo strumento, meriterebbe un'analisi a parte che sarebbe parzialmente in disallineamento con i veri obiettivi che il seguente elaborato tenta di perseguire. Tuttavia, per motivi di completezza se ne riportano di seguito le principali peculiarità.

In sede di sottoscrizione, l'Assemblea di Space2 ha proceduto ad assegnare gratuitamente 2 *market warrant* ogni quattro azioni ordinarie, prevedendo contestualmente un aumento di capitale, in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione (ai sensi dell'Art. 2441, comma 5 cc), a servizio esclusivo dell'esercizio dei *warrant* per un ammontare di 406.977 euro, mediante l'emissione di un massimo di 4.069.770 azioni ordinarie, meglio qualificabili come azioni di compendio *market warrant*, senza indicazione del valore nominale (prezzo implicito di sottoscrizione perciò di 0,10 euro ad azione). I portatori dei *market warrant* potranno decidere di esercitarli, in tutto o in parte, in qualsiasi momento⁷⁵, sottoscrivendo le azioni di compendio appena esaminate al prezzo stabilito di 0,10 euro ciascuna, a condizione

⁷⁵ I *market warrant* in realtà potranno essere esercitati solo all'interno del cd "periodo di riferimento" definito come: "il periodo compreso tra il terzo giorno di Borsa aperta del secondo mese di calendario successivo alla data di efficacia della *business combination* e la prima nel tempo tra (i) il primo giorno di Borsa aperta successivo al decorso di 5 anni dalla data di efficacia della *business combination* e (ii) il primo giorno di Borsa aperta successivo al decorso di 60 giorni di calendario dalla data di pubblicazione della comunicazione tramite la quale la società informa i portatori dei *market warrant* del fatto che il Prezzo medio mensile è uguale o superiore al Prezzo di accelerazione. Fonte: "Prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul MIV organizzato e gestito da borsa italiana SpA di azioni ordinarie e *market warrant* di Space2 SpA".

che il prezzo medio mensile⁷⁶ con riferimento a ciascun periodo di esercizio⁷⁷ rilevato sia maggiore del prezzo *strike*, cioè il prezzo di riferimento ai fini dell'esercitabilità dei *warrant*, pari a 9,5 euro per azione.

A fronte dell'esercizio dei *warrant*, ai titolari di detto strumento saranno assegnate azioni di compendio sulla base di un rapporto di esercizio calcolato con la seguente formula:

$$\frac{\text{Prezzo Medio Mensile} - \text{Prezzo Strike}}{\text{Prezzo Medio Mensile} - \text{Prezzo di Sottoscrizione}}$$

Inoltre, come già anticipato in precedenza, all'interno dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione sono stati assegnati a Space Holding 1.600.000 *sponsor warrant*, sulla base di un rapporto di 2 *sponsor warrant* per ciascuna azione speciale.

Si evidenzia che Space Holding ha rinunciato a chiedere l'ammissione a negoziazione per questi ultimi.

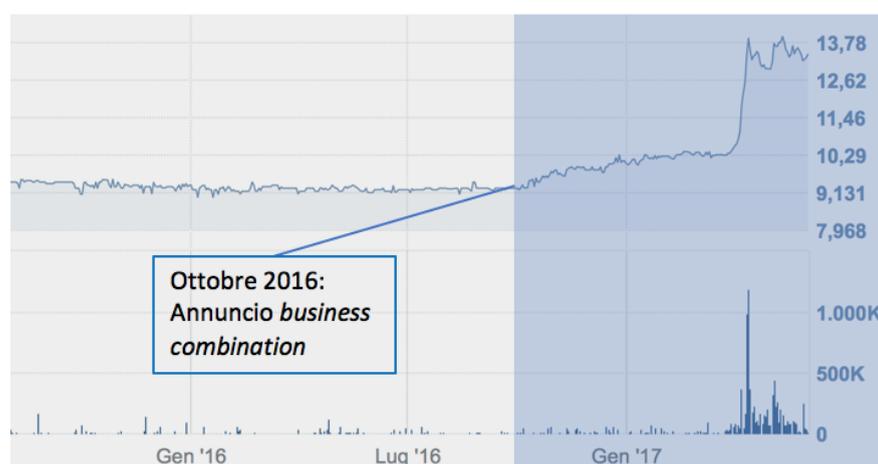
Per ciò che attiene le modalità di esercizio di tali *warrant*, anche in questa fattispecie l'Assemblea aveva previsto un aumento di capitale sociale a pagamento, in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione (ai sensi dell'Art. 2441, comma 5 cc) per un ammontare massimo, complessivo di sovrapprezzo, di 20.800.000 di euro, da riservarsi esclusivamente all'esercizio dei rispettivi 1.600.000 *sponsor warrant*, mediante l'emissione di un egual numero di azioni ordinarie (azioni di compendio *sponsor warrant*). Queste ultime, prive di valore nominale, potranno essere sottoscritte al prezzo di 13 euro per azione (di cui 1 euro imputato alla parità contabile e per 12 euro a sovrapprezzo) entro il termine massimo dei 10

⁷⁶ Indica la media aritmetica dei Prezzi Ufficiali Giornalieri (definito questo come il prezzo medio ponderato dell'intera quantità di Azioni negoziata sul MIV durante la seduta giornaliera) rilevati nel corso di ciascun Periodo di Esercizio.

⁷⁷ Indica ogni singolo mese di calendario all'interno del Periodo di Riferimento (come definito in nota 74), fermo restando che il primo Periodo di Esercizio decorrerà dal terzo giorno di Borsa aperta del secondo mese di calendario successivo alla data di efficacia della *business combination*.

anni dalla data di efficacia della *business combination*⁷⁸.

Infine, un ultimo focus vuole avere ad oggetto l'andamento del titolo di Space2, dal momento della sua originaria ammissione a quotazione fino all'annuncio della *business combination* (di fatto stiamo valutando gli andamenti di borsa del titolo di un veicolo privo di attività, che si limita a quotare la sua cassa, sterilizzando così l'effetto straordinario dell'operazione di aggregazione). Il titolo Space2 quotato alla Borsa Italiana sul MIV, chiudeva al 31 dicembre 2016 a 10,62 euro per azione, contro i 9,90 euro per azione al 31 dicembre 2015. Al 31 dicembre 2016 i *market warrant* chiudevano con il prezzo di 1,13 euro, contro il prezzo di 0,90 euro rilevato al 31 dicembre 2015. Di fatto la combinazione di *UNITS* ha quasi del tutto garantito la stabilità del titolo, considerando anche che gli unici scostamenti (di segno positivo) a fine 2016 hanno risentito fortemente dell'annuncio della *business combination* con Avio nell'ottobre dello stesso anno, sintomo che gli investitori avevano percepito l'operazione come potenzialmente capace di generare valore (Tavola 17).



(Tavola 17) Andamento del titolo Space 2 da luglio 2015 a maggio 2017. L'area di sinistra in grigio mostra l'andamento (pressoché stabile nel tempo) del titolo Space2 fino al momento dell'annuncio della *business combination* e successiva fusione (area in trasparenza azzurra). Fonte: Borsaitaliana.it e rielaborazione propria.

⁷⁸ Condizione necessaria all'esercizio è che il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie registrato in almeno un giorno nel periodo di esercizio, compreso tra il primo giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia della *business combination* e 10 anni dalla medesima data di efficacia, sia pari o superiore ad Euro 13,00. Fonte: "Prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul MIV organizzato e gestito da borsa italiana SpA di azioni ordinarie e *market warrant* di space2 SpA".

5.1.4 Le risorse vincolate

Come emerge dalla Politica di Investimento approvata dall'Assemblea dei soci di Space2 nel giugno 2015, i capitali raccolti in fase di sottoscrizione erano soggetti ad un particolare vincolo (anche se sarebbe più corretto parlare di scopo) cioè quello di essere impiegati, entro un orizzonte temporale di ventiquattro mesi dall'inizio della negoziazione delle azioni sul MIV, per realizzare la *business combination* con un'azienda target non quotata, ad alto potenziale di crescita, che fosse un esempio di eccellenza dell'industria italiana e che fosse interessata ad aprire il proprio capitale ad investitori istituzionali mediante la quotazione delle proprie azioni su un mercato regolamentato⁷⁹.

Giunti a questo punto sorge pertanto spontaneo chiedersi di quante risorse disponesse effettivamente Space2 per la realizzazione dell'operazione e come questo ammontare dovesse essere gestito, sulla base degli obblighi imposti dalla normativa di settore (così come esaminato nel Capitolo I).

Di fatto Space 2, in seguito all'apertura del proprio capitale al mercato, disponeva di più conti vincolati (*escrow account*), intestati principalmente alla società fiduciaria SPAFID SpA (di seguito anche SPAFID) la quale si trovò a detenere un ammontare pari a circa il 98 per cento dei proventi complessivi dell'offerta (qualificabili come Risorse Vincolate – Tavola 18). L'utilizzabilità delle somme in questione, oltre alla preventiva autorizzazione da parte dell'Assemblea, era strettamente connessa al fine della realizzazione dell'operazione di aggregazione ovvero, in caso di mancato completamento della medesima, entro il termine di durata della società, per il pagamento del valore di liquidazione ai soci.

⁷⁹ Fonte: Verbale assembleare Space 2, 17 giugno 2015.

Risorse raccolte e soggette a vincolo		
€'000	31 Dic 15	31 Dic 16
Buoni di Risparmio	184,061	183,590
Depositi Bancari Vincolati	120,797	120,575
Totale Altre Attività finanziarie a breve	304,858	304,166

(Tavola 18) Somme vincolate, classificate tra le Altre Attività finanziarie correnti nel bilancio di esercizio di Space2 (Fonte: Relazione finanziaria annuale 2016 Space2).

La voce “Buoni di Risparmio” rappresentava la liquidità depositata su due conti bancari ed investita in Buoni di Risparmio svincolabili in via anticipata, pena la riduzione del tasso d’interesse mentre i “Depositi Bancari Vincolati”, erano composti dalle somme depositate presso altri due conti gestiti fiduciariamente dalla società SPAFID. In Tavola 19 si riepilogano le condizioni degli investimenti in essere al 31 dicembre 2016.

Risorse vincolate - dettaglio							
	N. titoli	Valore Nominale Complessivo (€'000)	Tasso di int. annuo a scadenza	Tasso di int. annuo per svincolo anticipato	Scadenza	Tipologia di gestione	
Buoni di risparmio	70	175,000	0.83%	0.75%	04/08/2017	SPAFID	
Buoni di risparmio	5	5,000	0.83%	0.75%	03/08/2017	Diretta	
Buoni di risparmio	5	1,500	0.78%	0.70%	07/08/2017	Diretta	
Depositi Bancari Vincolati	na	75,000	0.30%	0.27%	02/02/2018	SPAFID	
Depositi Bancari Vincolati	na	30,000	0.40%	0.20%	03/08/2017	SPAFID	
Depositi Bancari Vincolati	na	15,500	0.40%	0.20%	03/08/2017	SPAFID	

(Tavola 19) Fonte: Relazione finanziaria 2016 Space2.

In aggiunta per fornire una quantificazione definitiva delle somme a disposizione del management per finanziare, oltre le spese di quotazione e di funzionamento della società, le attività inerenti il perseguimento dell’oggetto sociale (costi di ricerca, selezione, *due diligence* sulla potenziale target), è necessario considerare:

- le Risorse Iniziali (vale a dire il Capitale Sociale “di costituzione” di Space2);
- l’1,5 per cento dei proventi complessivi dell’offerta, non inclusi nei depositi vincolati sopra descritti;
- ogni interesse maturato sulle somme vincolate, al netto di tasse, spese e oneri inerenti ai conti vincolati, dopo averne dedotte le spese e le commissioni relative

all'offerta.

5.2 La società target: Avio SpA

Seconda la politica di investimento approvata dai soci, Space2 – così come di prassi nel giovane mondo SPAC – non aveva individuato a priori specifici settori esclusivi di interesse in riferimento al tipo di *business* operativo della società target, sebbene prevedesse di concentrare la ricerca verso tutti quei settori che tipicamente vedono emergere l'eccellenza dell'industria italiana quali in particolare il lusso, il design, l'alimentare, il settore biomedicale e infine l'industria meccanica avanzata⁸⁰. Tuttavia, fin da subito alcuni settori così come tipologie societarie erano state escluse dall'elenco dei potenziali target (si faceva espreso riferimento a società operanti nel settore delle materie prime, settore immobiliare, settore bancario e servizi finanziari, e infine produzione di armamenti).

Oltre a questi macro parametri, l'individuazione del potenziale target doveva necessariamente seguire alcuni criteri e linee guida di massima di seguito riportati:

- performance: società con risultati operativi stabili e in media positivi nel tempo (con particolare focus sulla capacità storica e prospettica di generare flussi di cassa sia operativi che netti), escludendo realtà aziendali in fase di *start-up*, disequilibrio finanziario e/o coinvolte in piani di ristrutturazione del debito;
- presenza e ambizioni di crescita oltre confine: società che seppur dotate di un centro di direzione e coordinamento nel territorio nazionale, dispongano di una solida presenza in campo internazionale ovvero capacità e desiderio di aprirsi verso nuovi mercati;
- prospettive di crescita: tasso di crescita prospettico significativamente superiore rispetto alla media di settore;

⁸⁰ Fonte: Space2spa.com

- posizionamento competitivo: focus su particolari punti di forza/debolezza del target come qualità del prodotto, tasso di concentrazione della clientela e sua diversificazione, livello di tutela dei brevetti e posizionamento del marchio;
- management: il *board* della società deve aver saputo contribuire in concreto al percorso di crescita della società nonché al suo equilibrio economico-finanziario nel tempo, apportando valore aggiunto grazie a spiccate qualità professionali ed esperienza nel settore.

Nel corso del 2016 Space2, dopo aver esplorato svariate opportunità di investimento al fine di realizzare la *business combination* e quindi attuare il proprio oggetto sociale, ha individuato Avio SpA quale società target maggiormente in linea con gli obiettivi dei *promoter* e allo stesso tempo condivisa dai soci.

Avio è un'azienda aerospaziale leader mondiale nel settore dei lanciatori e della propulsione applicata a sistemi di lancio, missili e satelliti. Stiamo parlando di una realtà internazionale che fattura 290 milioni di euro e vanta un utile netto pari a circa 3 milioni di euro, con oltre 900 milioni di ordini in portafoglio⁸¹. Il business dello spazio vale per il 96 per cento dei ricavi, mentre il restante 4 per cento proviene dalla fornitura di sistemi propulsivi per missili tattici destinati alla Marina francese. Di fatto, una media azienda per gli standard italiani, ma una piccola azienda se confrontata con gli altri colossi sia europei che non, con i quali Avio si trova oggi a competere. Una media impresa che riesce però a fare cose grandissime: costruire razzi capaci di portare fin nello spazio i satelliti destinati ai servizi di telefonia, tv, internet, controllo del territorio tramite tecnologia GPS. Mandare razzi nello spazio richiede una tecnologia estremamente sofisticata e frutto di continua ricerca, che solo pochi paesi al

⁸¹ Dati consolidati del Gruppo aggiornati al 31 dicembre 2016. Fonte: Relazione finanziaria annuale 2016 Gruppo Avio.

mondo hanno (Francia e Italia, Russia e Stati Uniti, Giappone e India) e a cui l'Italia (nello specifico il MIUR – Istituto dell'Istruzione e Ricerca Scientifica – per il tramite dell'Agenzia spaziale italiana) nel corso del 2016 ha destinato ben 200 milioni di euro.

Il *business* si compone per il 30 per cento da attività di ricerca e sviluppo e per il 70 per cento dalla produzione e dalla vendita. Il mercato finale con il quale, sia pure indirettamente, Avio oggi si confronta si trova in uno stadio di profonda evoluzione; se fino a una decina di anni fa a mandare satelliti nello spazio erano esclusivamente soggetti pubblici, ora i due terzi del mercato sono occupati da privati. L'iniezione di risorse private ha comportato un cambiamento quali-quantitativo del mercato, fornendo le basi per una grande opportunità di slancio a tutti quei *player* che sapranno dimostrarsi all'altezza delle mutate dinamiche di settore. Basti pensare che i satelliti messi in orbita passeranno dai 642 del quinquennio 2010-2015 ai 1318 del periodo 2016-2020. Ed è proprio questo l'orizzonte temporale nel quale Avio colloca il proprio piano industriale, capace ad oggi di vantare un portafoglio ordini che si aggira intorno al miliardo di euro.

La storia del Gruppo è quella di un'azienda che ha segnato gli sviluppi dell'industria italiana fin dal primo dopoguerra quando, su impulso dell'ingegner Giovanni Chiesa, ideatore della fabbricazione di motori con cilindri dal diametro di 750 mm, il massimo consentito dalle tecnologie dell'epoca, ha saputo rappresentare un *benchmark* di riferimento per tutta l'industria del settore. Da quel momento fino al recente 2012, Avio ha seguito la traiettoria della controllante Fiat, inizialmente intenzionata ad ampliare le proprie attività dall'industria automobilistica a quella aeronautica e navale, facendo leva proprio sulle possibili sinergie (soprattutto sul fronte *know-how* legato ai motori) e successivamente impegnata a razionalizzare la presenza sul mercato con un ritorno al *core business* dell'automobile.

Poco più di quattro anni fa la divisione aeronautica di Avio è stata acquisita da General Electric per 3,3 miliardi di euro, prendendo la denominazione di Avio Aero, mentre la

divisione spazio è rimasta al fondo di *Private Equity* Cinven (detentore fino allo scorso marzo dell'81 per cento del capitale sociale), a Leonardo SpA, ex Finmeccanica (14 per cento dell'azionariato – di seguito anche Leonardo) e il restante 5 per cento suddiviso tra altri azionisti minori.

Lo stabilimento più importante è quello di Colleferro, in provincia di Roma, ancora oggi sede operativa principale del Gruppo, dove sono impiegati circa metà degli 662 dipendenti presenti in Italia, buona parte dei quali impegnati nelle attività di ricerca e sviluppo, continua innovazione e implementazione di sistemi, oltre che nella realizzazione di motori a propellente solido e liquido per veicoli di lancio e sistemi di propulsione tattica⁸².

5.2.1 Panoramica economico-finanziaria di Gruppo

Di seguito si espongono in maniera sintetica un prospetto di conto economico (Tavola 20) e di stato patrimoniale (Tavola 22) per analizzare brevemente, lungo un orizzonte temporale di tre anni, le performance consolidate del Gruppo.

Gruppo Avio - Andamento economico			
€'000	31 Dic 14	31 Dic 15	31 Dic 16
Ricavi	224,460	279,227	339,685
<i>di cui pass through</i>	-	(21,822)	(47,676)
Ricavi netti	224,460	257,405	292,009
Altri ricavi e proventi	10,536	9,883	11,370
Costi operativi	(203,991)	(241,275)	(278,903)
Altri proventi (oneri) operativi	1,970	1,893	2,461
EBITDA	32,975	27,906	26,937
<i>Adjusted EBITDA*</i>	39,415	35,538	36,511
Ammortamenti e svalutazioni	(17,157)	(17,399)	(13,727)
EBIT	15,818	10,508	13,210
(Oneri) proventi finanziari	(9,993)	(3,332)	(6,950)
Risultato della gestione finanziaria	(9,993)	(3,332)	(6,950)
(Oneri) proventi da partecipazioni	48	(2,799)	-
EBT	5,873	4,378	6,260
Imposte correnti e differite	1,974	986	(3,120)
Risultato <i>Discounted Operations</i>	(1,349)	-	-
Risultato netto di Gruppo	6,498	5,364	3,140

(Tavola 20) Conto economico consolidato del Gruppo Avio. *L'*Adjusted EBITDA* o EBITDA rettificato è

⁸² Fonte: "I piani industriali di Avio dopo la quotazione", Industriaitaliana.it.

considerato dal *management* un indicatore rappresentativo per la misurazione dei risultati economici del Gruppo in quanto, oltre a non considerare gli effetti delle dinamiche degli ammortamenti, degli ammontari e tipologie delle fonti di finanziamento del capitale investito e di eventuali variazioni della tassazione (componenti già escluse dall'EBITDA), esclude anche le componenti aventi natura non ricorrente o estranea all'operatività del Gruppo, al fine di aumentare il grado di comparabilità dei risultati operativi nei periodi di confronto. Fonte: Relazione finanziaria 2014-15-16 Gruppo Avio.

Il 2016 si è chiuso con risultati economici decisamente positivi. Il portafoglio ordini ha visto l'ingresso di nuovi contratti per attività di sviluppo ed accompagnamento alla produzione, pur a valle di un 2015 che aveva registrato il record storico di nuove acquisizioni e di portafoglio ordini. Tale dinamica, perfettamente in linea con la ciclicità del *business* è associata al significativo incremento dei ricavi, +13,4 per cento nel 2016, e alla consueta stagionalità degli ordini per attività dei lotti di produzione dei due principali sistemi di propulsione (Ariane e Vega).

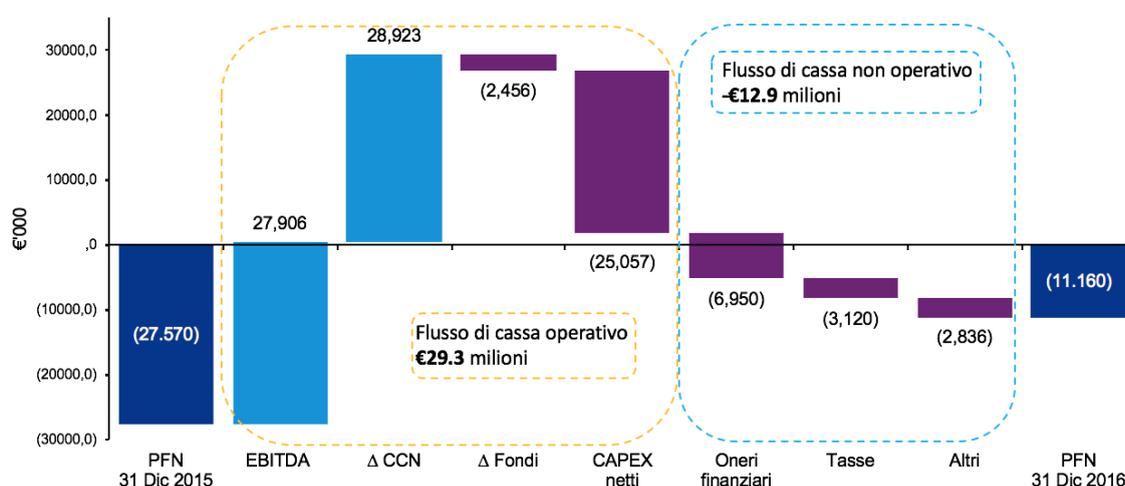
Il margine operativo lordo rettificato (*Adjusted EBITDA*) si è chiuso a 36,5 milioni di euro, in crescita del 2,7 per cento rispetto al 2015, grazie ai maggiori volumi di attività appena descritti.

Nel corso del 2016 risultano significativi i costi non ricorrenti in base ai quali sono stati rettificati i margini EBIT e EBITDA. Tali costi *one off* si riferiscono per la gran parte ai costi straordinari per la realizzazione della *business combination* e conseguente ingresso in borsa. Lato *performance*, i trend storici del Gruppo, seppur brevemente descritti, sembrano pienamente allineate agli standard promossi da Space2 ai fini dell'individuazione della target per quello che riguarda risultati operativi stabili e in media positivi nel tempo⁸³.

In aggiunta, se si guarda alla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa operativi (essendo un *business* di tipo *capital intensive* si utilizza la gestione operativa come parametro di riferimento), la Tavola 21 mostra un *cash flow* caratteristico nel 2016 pari a circa 29,3 milioni di euro.

⁸³ Per ciò che riguarda la voce "Risultato della gestione finanziaria" si rimanda al dettaglio presente in nota 85 Pag.95.

Inoltre uno dei fattori da tenere maggiormente in considerazione risiede, da un punto di vista della capacità di generare *cash* prontamente disponibile, nella prevedibilità di tale tipologia di *business* e conseguentemente dei suoi flussi di cassa. Il portafoglio ordini di Avio vale oggi circa 1 miliardo di euro, e questo non significa solamente stabili risultati prospettici ma anche, e in una ben più importante ottica vista gli ingenti e continui investimenti in R&S, la possibilità di realizzare CAPEX che consentano al Gruppo di mantenere il vantaggio competitivo che oggi possiede sulla concorrenza, permettendogli di esportare in campo internazionale un'eccellenza dell'industria italiana.



(Tavola 21) *Cashflow bridge*: flusso di cassa operativo e non operativo al 31 dicembre 2016. Fonte: Relazione finanziaria 2016 Gruppo Avio e rielaborazione propria.

La struttura patrimoniale del Gruppo è esposta in Tavola 22. Al 31 dicembre 2016 l'attivo è composto in gran parte dal totale delle immobilizzazioni (379 milioni di euro al 31 dicembre 2016) il cui incremento rispetto all'anno precedente è attribuibile principalmente agli investimenti dell'anno (impianti e macchinari per la realizzazione del progetto relativo al nuovo motore P120 e piani di sviluppo per i nuovi sistemi di lancio), al netto delle rispettive quote di ammortamento.

La variazione di Capitale Circolante Netto (-28.923 milioni di euro tra 2015 e 2016), come

abbiamo avuto modo di analizzare più nel dettaglio nella sezione dedicata al *cash flow* di Tavola 21, rappresenta la cassa generata nell'esercizio dall'attività operativa dell'impresa (in misura preponderante costituita da anticipi ricevuti e dall'avanzamento dei lavori in corso su ordinazione relativamente alle attività di sviluppo).

Gruppo Avio - Situazione Patrimoniale-finanziaria			
€'000	31 Dic 14	31 Dic 15	31 Dic 16
Immobilizzazioni materiali	50,229	52,917	61,789
Immobilizzazioni immateriali	316,234	309,786	311,677
Immobilizzazioni finanziarie	8,032	5,161	5,728
Attivo fisso	374,495	367,864	379,194
Magazzino	31,691	831	1,217
Crediti commerciali	6,927	8,344	10,907
Debiti commerciali	(51,641)	(46,872)	(56,717)
CCO	(13,023)	(37,697)	(44,593)
Altre attività (passività)	(24,736)	(12,311)	(33,631)
Attività (passività) fiscali	54,238	56,793	56,086
CCN	16,479	6,785	(22,138)
Fondo rischi e oneri	(39,299)	(27,447)	(24,865)
TFR	(11,320)	(10,804)	(10,930)
Capitale investito netto	340,355	336,398	321,261
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	165,232	70,378	87,175
Indebitamento finanziario netto	19,735	(97,948)	(98,335)
PFN	184,967	(27,570)	(11,160)
Patrimonio netto	(525,322)	(308,828)	(310,101)
Capitale impiegato netto	(340,355)	(336,398)	(321,261)

(Tavola 22) Situazione Patrimoniale-finanziaria di Gruppo al 31 dicembre 2016, bilancio riclassificato secondo una logica "Fonti-impieghi". Fonte: Relazione finanziaria annuale 2015-2016 Gruppo Avio.

L'indebitamento finanziario netto (o PFN) al 31 dicembre 2016 pesava per -11,2 milioni di euro, in significativo miglioramento rispetto ai -27,6 milioni del 2015⁸⁴, pur in seguito all'importante incremento degli investimenti (che hanno raggiunto i 25 milioni di euro nel 2016, in aumento del 78 per cento rispetto al 2015). Il miglioramento pari a circa 16 milioni di euro è principalmente da attribuire al fondamentale contributo della gestione operativa parzialmente compensato dai flussi di cassa in uscita di natura finanziaria (3,2 milioni di

⁸⁴ La posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2014 passa da un saldo positivo di 184.967 migliaia ad un saldo negativo pari a 27.570 migliaia di Euro al 31 dicembre 2015. La variazione pari a 212 milioni di euro è principalmente da imputare al dividendo di 220 milioni di euro deliberato dall'Assemblea degli Azionisti in data 11 maggio 2015 e liquidato nel corso dell'esercizio per 176 milioni (al netto del versamento della relativa imposta sostitutiva pari a 44 milioni di euro).

euro) relativi in parte al pagamento degli interessi passivi sul finanziamento bancario sottoscritto da Avio nell'aprile 2015 per un importo massimo di 130 milioni di euro.

I numeri appena descritti, mostrano un'impresa in ottimo equilibrio reddituale e finanziario, con un rapporto di leva finanziaria (debito su mezzi propri) pressoché stabile tra 2015 e 2016 intorno al 31 per cento. Inoltre non dobbiamo dimenticarci che la situazione patrimoniale del Gruppo Avio beneficerà di risorse finanziarie rivenienti da Space2 per effetto della fusione; tali risorse, unitamente alle disponibilità liquide al 31 dicembre 2016, saranno utilizzate in parte per rimborsare il finanziamento bancario in essere (e quindi ridurre ulteriormente il “sano livello” di leva finanziaria) e in parte per finanziare le attività di sviluppo industriale del gruppo *post* fusione⁸⁵.

Infine, prima di passare all'accordo, cuore dell'intero capitolo, si vogliono rapidamente apprezzare le caratteristiche più qualitative del Gruppo:

- ampia presenza geografica: Avio occupa direttamente in Italia e all'estero 758 persone altamente qualificate, di cui in ambito nazionale 662 individui e il resto distribuito tra i Consorzi e società partecipate in Francia e nella sede/insediamento produttivo di Kourou, nella Guyana francese;

⁸⁵ Sebbene non siamo ancora entrati nel merito delle condizioni e modalità pratiche della *business combination* (perché al 31 dicembre 2016 ancora i soggetti giuridici, Space2 e Avio SpA erano due entità separate nonostante l'annuncio dell'imminente incorporazione di quest'ultima nella SPAC), appare utile evidenziare come anche solo l'annuncio di una tale operazione rilevante, abbia influito sui valori di PFN 2016 del Gruppo Avio. Nell'ambito dell'operazione Space2-Avio, in data 29 novembre 2016 il Gruppo ha chiesto a Banca IMI (banca agente finanziatrice del prestito sopra citato), di verificare il consenso delle banche finanziatrici ai fini dei *waivers* alla clausola di *merger*, che avrebbe costituito un evento di *default*, e alla clausola di *change of control*, che prevede, al suo avverarsi, l'immediato rimborso degli importi *outstanding* delle linee di credito. In deroga a tali previsioni, Avio ha ulteriormente richiesto alla banca agente che il finanziamento divenga rimborsabile alla data precedente tra il compimento di sei mesi dalla data di efficacia della fusione e il 31 dicembre 2017, a condizione che l'operazione Space2-Avio si verifichi entro tale data. Il 30 dicembre 2016 la banca agente ha risposto alla suddetta richiesta confermando che le banche finanziatrici hanno acconsentito alla richiesta di *waiver* della società. Gli oneri connessi al rimborso anticipato dei finanziamenti, ammortizzabili non più sino al 2022 ma sino al 2017, nonché alla chiusura anticipata di IRS, sono stimati in complessivamente in 3,2 milioni di euro (di cui 1,7 milioni riferiti al 2016 e 1,6 milioni di competenza del 2017). Pertanto, la gestione finanziaria registra un onere netto finanziario pari a circa Euro 7,0 milioni di euro per l'esercizio 2016, con un incremento di 3,6 milioni rispetto al 2015.

- concentrazione dei ricavi e posizionamento competitivo: il Gruppo si colloca attualmente in una posizione di vertice dell'industria spaziale italiana ed europea, alla cui competitività contribuisce in maniera sostanziale realizzando all'estero oltre il 98 per cento dei propri ricavi. La base clienti, sebbene molto concentrata, è formata da multinazionali di fama mondiale e agenzie governative che godono dell'accesso ai grandi fondi di finanza nazionale (ASI) e comunitaria (ESA), e vede rispettivamente la presenza del colosso francese ASL (Airbus-Safran-Launchers), dell'appena citata ASI (Agenzia Spaziale Italiana) con cui Avio si divide il capitale sociale della controllata ELV (European Launch Vehicle, rispettivamente 70 per cento e 30 per cento), di ESA (European Space Agency), di Arianespace e infine di MBDA.

5.3 La *business combination*

A circa 17 mesi dalla sua costituzione (datata 19 ottobre 2016) il Consiglio di Amministrazione di Space2 ha approvato l'operazione di aggregazione con Avio.

Contemporaneamente, la suddetta approvazione è stata manifestata anche dal Consiglio di Amministrazione della target, quale alternativa migliore al tradizionale processo di quotazione tramite Ipo e perciò finalizzata alla negoziazione delle attività del Gruppo su un mercato regolamentato italiano⁸⁶.

Come si è avuto modo di comprendere nel Capitolo I, la *business combination* è la fase più delicata dell'intero processo, rappresentando quest'ultima la vera Ipo della SPAC, perché è solo allora che l'azionista decide se diventare socio di una società operativa (nello specifico, Avio - la target) ovvero esercitare il diritto di recesso riappropriandosi dell'investimento iniziale. L'Assemblea dei soci di Space2, mediante due sedute tenutesi nel dicembre dello scorso anno, ha quindi deliberato l'operazione di aggregazione con Avio. Di seguito se ne

⁸⁶ Fonte: Relazione finanziaria 2016 Gruppo Avio, Lettera agli azionisti.

riportano, rispettando la temporalità degli eventi, i passaggi chiave:

- I. scissione parziale e proporzionale di Space2 a favore di Space3: questa fattispecie evidenzia la flessibilità che la normativa italiana attribuisce allo strumento, consentendo di scindere la “dote iniziale” raccolta da Space2 (per un ammontare di circa 153 milioni di euro), in favore del nuovo veicolo di investimento Space3 appositamente creato (attualmente alla ricerca di un target), ampliando così ulteriormente le modalità pratiche con cui condurre una PMI in borsa;
- II. acquisto di azioni di Avio dagli attuali soci⁸⁷: l’operazione societaria si è articolata prevedendo l’acquisizione da parte di Space2, di Leonardo (società quotata sul MTA di Borsa Italiana) e di In Orbit SpA (società di nuova costituzione partecipata da alcuni dirigenti strategici di Avio), di una partecipazione pari all’85,86 per cento del capitale sociale della target, equivalente cioè a tutta la quota non detenuta da Leonardo;
- III. fusione per incorporazione di Avio in Space2: l’operazione di acquisizione sopra descritta si è completata nei primi mesi del 2017 con la fusione per incorporazione di Avio in Space2 (rapporto di cambio fissato a 0,0402 azioni di Space2 per ogni azione Avio), dopo che in data 23 dicembre 2016, l’Assemblea Straordinaria di Avio aveva approvato il relativo progetto di fusione ai sensi dell’art. 2502 cc.

L’operazione ha riscosso da subito un grande successo, sia per ciò che riguarda le aspettative di investitori e analisti di mercato, che all’interno della stessa compagine sociale di Space2.

Basti pensare che al 12 gennaio 2017, cioè scaduto il termine per l’esercizio del diritto di

⁸⁷ Pre *business combination* la compagine azionaria di Avio era rappresentata da fondi di investimento gestiti e controllati prevalentemente da Cinven Limited (per una quota complessiva pari a circa l’81,15 per cento - attraverso (a) la gestione di una pluralità di fondi di investimento del Gruppo Cinven - 59,78 per cento circa - e (b) investitori istituzionali i cui diritti di voto sono esercitati in conformità alle istruzioni impartite da Cinven Limited - 21,37 per cento circa) e da Finmeccanica SpA, ora Leonardo SpA (per circa il 14,32 per cento), nonché da altri azionisti minori (4,53 per cento).

recesso da parte degli azionisti della SPAC, non è pervenuta alcuna comunicazione di esercizio dello stesso.

La definitiva ammissione in Borsa delle attività di Avio si è avuto il 31 marzo 2017 con il rilascio da CONSOB del nulla osta alla pubblicazione del prospetto per l'ammissione a quotazione sul MTA, segmento STAR, delle azioni ordinarie e dei *market warrant* di Space2. Lo stesso documento prevedeva inoltre che, a decorrere dal 10 aprile 2017, data di efficacia della fusione, Space2 mutasse la propria ragione sociale in Avio SpA, cosicché gli azionisti di Space2, successivamente a tale data, sarebbero diventati azionisti di Avio. Da quel momento le azioni ordinarie, insieme ai relativi *market warrant*, hanno cominciato ad essere negoziate sul segmento STAR del MTA Italia.

5.4 Considerazioni finali sull'operazione

La quotazione di Avio, attraverso una modifica sostanziale nella struttura del capitale, ha rappresentato un evento epocale per il Gruppo, fornendo alla società una maggiore flessibilità per affrontare le nuove sfide di investimento e di sviluppo. L'operazione ha inoltre consentito di aumentare il capitale sociale contestualmente all'operazione di fusione, incrementando, oltre che in maniera diretta la disponibilità di cassa della società di oltre 60 milioni di euro provenienti da Space2, la visibilità internazionale di cui Avio già sta godendo. “È la prima volta al mondo che un produttore di lanciatori spaziali si quota”, ha sottolineato l'AD Giulio Ranzo dopo il suono della campanella che ha dato il via alla giornata di Borsa⁸⁸. Il titolo Avio il giorno 5 aprile 2017, cioè primo giorno ufficiale di quotazione⁸⁹, ha guadagnato il 7,5 per cento, nei giorni successivi rispettivamente l'1,2 e il 2,9 chiudendo

⁸⁸ Fonte: Il sole 24 ore, Finanza e Mercati “Buona la prima per Avio, balza al 6,6 per cento all'esordio”, 10 aprile 2017.

⁸⁹ Formalmente il primo giorno di Borsa è stato il 5 aprile 2017, cioè il giorno seguente l'iscrizione dell'atto di fusione stipulato in data 31 marzo 2017. Si specifica qui, che fino al successivo 10 aprile i titoli di Avio hanno quotato sul MIV prima di passare definitivamente sul MTA, segmento STAR.

così a 13,32 euro per azione. In Tavola 22 si mostra l'apprrezzamento del titolo in un tale frangente temporale relativamente contenuto. Tuttavia, sebbene il mercato avesse accolto più che positivamente l'ingresso di Avio, quel prezzo non era ancora pienamente rappresentativo dei valori societari dal momento che il primo ufficiale mercato di quotazione è stato il MIV, la sezione riservata ai veicoli di investimento e agli investitori istituzionali (cioè dove l'incorporante Space2 all'epoca si trovava quotata). Sono serviti cinque giorni affinché i titoli Avio sbarcassero definitivamente nel segmento STAR del MTA, giungendo così ad affrontare il pubblico generico degli investitori, privati e istituzionali, dove il prezzo reale saranno questi ultimi a farlo⁹⁰.

Al 31 maggio il titolo quotava a 13,20 euro, con alle spalle un andamento mensile mediamente stabile e un volume⁹¹ di scambi totali effettuati nella stessa seduta borsistica per un ammontare di circa 254 mila unità.



(Tavola 23) Andamento storico del titolo Avio (prima Space2) aggiornato a maggio 2017. Fonte: Borsaitaliana.it

⁹⁰ Fonte: Repubblica.it. Sezione Finanza - "Avio, il business dei satelliti raddoppia grazie ai privati", Marco Panara.

⁹¹ Si intende il numero delle transazioni effettuate durante un certo periodo di tempo.

I volumi, quando disponibili, sono usualmente rappresentati come un istogramma alla base del grafico. Su di un grafico giornaliero quindi, dove ogni elemento rappresenta l'andamento dello strumento finanziario nel corso di una intera seduta, la barra alla base del grafico relativa ai volumi rappresenterà il totale degli scambi della giornata.

In Tavola 23 è esposta la composizione dell'azionariato di Avio alla data di efficacia della fusione. Si evince subito che, in conseguenza dell'operazione appena descritta, circa il 65 per cento dell'azionariato (escludendo Leonardo, In Orbit e una parte di Space Holding) in seguito alla quotazione risulta flottante e perciò aperto alle negoziazioni sul listino di Borsa Italiana.

Azionariato di Avio post <i>business combination</i>		
	% dei diritti di voto	% del capitale sociale
Leonardo	28.6%	28.3%
In Orbit	3.9%	3.9%
Space Holding	2.7%	3.8%
Del Vecchio Leonardo	3.9%	3.8%
Multilabel SICAV	4.5%	4.5%
Pioneer Investment Management SGRpa	3.2%	3.2%
Altri investitori Space2	53.1%	52.5%
Totale	100%	100%

(Tavola 23) Fonte: Relazione finanziaria 2016 Gruppo Avio.

Infine, il particolare e interessante profilo dell'iniziativa ha suscitato anche negli stessi azionisti originari di Avio la volontà di aumentare la propria quota di proprietà nel Capitale Sociale: in particolare, Leonardo, azionista storico fin dal 2003, ha voluto investire nell'operazione arrivando a detenere una quota di circa il 29 per cento.

Qualche parola merita di essere spesa anche per quanto riguarda Cinven Limited (e in maniera minoritaria gli altri investitori istituzionali), fondo di *Private Equity* azionista di maggioranza di Avio fino alla totale dismissione del proprio investimento in seguito alla cessione del pacchetto azionario detenuto in favore di Space2, Leonardo e In Orbit.

Nel Gruppo del resto, era da tempo che i *rumors* avevano fatto emergere un prevedibile e prima o poi certo riassetto della compagine sociale⁹². Il fondo britannico aveva acquisito la divisione spazio di Avio nel 2006, insieme all'azionista di minoranza, allora Finmeccanica,

⁹² Fonte: Il Sole 24 ore, "The insider, dietro le quinte della finanza – Ecco perché Cinven e Finmeccanica hanno scelto di quotare Avio Spazio invece di cedere quote azionarie ai colossi stranieri", 12 agosto 2015.

arrivando a detenere l'81 per cento della società aerospaziale. Cinven in quanto investitore sarebbe stato per definizione venditore della propria quota nel medio termine, sia poiché aveva già raggiunto il ritorno atteso sull'investimento sia perché il suo *management* si era mostrato contrario a realizzare nuove “iniezioni di cassa” per finanziare lo sviluppo di un business che fino al momento della dismissione aveva portato comunque ottimi risultati, valutando la possibile quotazione di Avio come migliore opportunità di *exit*.

CONCLUSIONI

La *business combination* appena esaminata ci consente di fare alcune riflessioni finali in merito alla portata dello strumento e alla sua scalabilità nel panorama nazionale. Per fare questo, anzitutto ci si può domandare se l'ingresso in Borsa di Avio sarebbe potuto passare tramite una richiesta diretta di ammissione alla negoziazione senza cioè il tramite di Space2. A guardare i dati di bilancio di Avio, una prima immediata risposta parrebbe affermativa, anche alla luce della struttura proprietaria che fino a pochi mesi prima della fusione con la SPAC governava il Gruppo. L'azionista di riferimento, il fondo di *Private Equity* britannico Cinven deteneva l'81 per cento della società aerospaziale e come visto in precedenza, l'esito naturale di un tale investimento sarebbe stato la cessione della proprietà, in quanto strategia di *exit* maggiormente appetibile. Alla luce di tutto questo, gli azionisti minoritari Leonardo e In Orbit, erano ben consapevoli che la quotazione avrebbe rappresentato la soluzione migliore in un tale contesto in quanto Avio Spazio, per le sue caratteristiche, sarebbe stata in grado di attrarre l'interesse di investitori istituzionali. Un Ipo avrebbe evitato prima di tutto di cedere pacchetti azionari di maggioranza a gruppi esteri interessati (quali la tedesca Orbitale Hochttechnologie Bremen, la francese Safran e Airbus Defence & Space), portando conseguentemente ad una critica convivenza con Leonardo, a sua volta decisa ad aumentare la propria quota a seguito dell'uscita di Cinven. Inoltre, l'operazione di riassetto azionario passò addirittura sotto l'attento esame del Governo Renzi, che a propria volta controllava, e controlla, Finmeccanica (tramite partecipazione diretta del Ministero dell'Economia e delle Finanze). Avio Spazio viene infatti considerata uno dei pochi gioielli della tecnologia italiana e l'obiettivo era quello di mantenerla a tutti i costi in mani tricolori malgrado le molte mire dei colossi esteri.

Avio, dal canto suo, era ed è una realtà internazionale, di matrice squisitamente italiana,

leader nel proprio settore con alle spalle un *equity story* incredibile grazie alle tecnologie messe in atto dai continui investimenti in ricerca e innovazione che l'azienda realizza da ormai più di cinquanta anni. La strategia del Gruppo è chiaramente orientata alla crescita, governata da una struttura aziendale solida e capace di raggiungere una performance reddituale che si rinnova anno dopo anno, anche grazie all'efficiente allocazione dei capitali aziendali.

Sono tutte caratteristiche queste che farebbero di una società orientata alla quotazione un target pienamente in regola per essere apprezzato dagli investitori. Le complesse dinamiche di mercato tuttavia insegnano che non sempre la combinazione di questi elementi, seppur necessaria, sia anche sufficiente a garantire il buon esito di una operazione di Ipo. Un'azienda intenzionata ad aprire il proprio capitale a investitori esterni deve assumere anche la consapevolezza che potenziali fattori esogeni (quali volatilità dei mercati, aggravii di costi e difficoltà di *compliance* con le strutture burocratiche) possano incidere negativamente sul successo dell'iniziativa o anche solo, e forse in maniera anche più critica in termini di creazione di valore, portare ad una sottovalutazione ampiamente al di sopra delle aspettative. I nuovi e stimolanti accessi al mercato introdotti da Borsa Italiana attraverso le Istituzioni MIV e, in particolare AIM Italia, hanno tentato di muoversi in tale direzione, incentivando le PMI nazionali ad aprirsi e beneficiare dei vantaggi di un mercato regolamentato.

In questa ottica, lo strumento SPAC fornisce una tutela sicuramente più ampia a favore della società target, evitandone la prematura esposizione al mercato, rappresentando forse questo uno dei maggiori punti di forza del veicolo. Di fatto, la riservatezza che accompagna l'accordo tra SPAC e target consente parzialmente di sterilizzare l'esito dell'iniziativa dalle avverse condizioni di mercato, rimandando lo stesso esito all'autonomia delle parti (sarà solo il voto negativo dei soci della SPAC a impedire l'effettiva quotazione).

La *business combination* del caso Space2-Avio ci fornisce infine un ultimo e interessante spunto di riflessione avente ad oggetto il rapporto tra SPAC e fondi di *Private Equity*.

Come analizzato nel Capitolo III, spesso i due strumenti vengono messi a confronto per evidenziare le differenze e cogliere i rispettivi vantaggi e svantaggi, come se l'intervento dell'uno dovesse per definizione escludere le possibilità di intervento dell'altro. Ciò che molto spesso passa in secondo piano invece, è che SPAC e fondi possano lavorare congiuntamente, seppur in momenti differenti della vita delle imprese, come parte di un'unica strategia generatrice di valore per tutte quelle imprese in grado di apprezzarne la portata. Nel caso pratico sopra esaminato, il fondo britannico Cinven, dopo circa 11 anni da azionista di maggioranza di Avio, stava iniziando a vagliare le varie strategie di *exit*, e tra queste l'offerta più attraente è stata presentata proprio da Space2.

Ecco quindi che in un'ottica futura proprio le SPAC potrebbero assumere un ruolo interlocutorio tra l'imprenditore (o gruppo di azionisti storici) alla ricerca di nuovi capitali mediante la strada della quotazione, e il fondo di *Private Equity* intenzionato alla monetizzazione dell'investimento.

BIBLIOGRAFIA

Arlotta C., Bertoletti F., Boccia A., Coda Negozio E., Pesaro C., Venturini G., “Elite ed AIM Italia, Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane”, FranciAngeli 2012.

Arlotta C., Bertoletti F., Boccia A., Coda Negozio E., Pesaro C., Venturini G., “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa; Mini Bond, Cambiali Finanziarie, AIM, Progetto Elit, SPAC, Incentivi allo sviluppo”, FrancoAngeli 2012.

Assogestioni, “L’industria del risparmio gestito e il finanziamento delle Pmi”, Position paper, 2013.

Borsa Italiana, “AIM Italia Regolamento *Nominated Advisers*”, 3 dicembre 2009.

Borsa Italiana, “I mercati degli Investment Vehicle gestiti da Borsa Italiana e la nuova AIFMD”, Discussion Paper, 18 ottobre 2014.

Culicchi R., Puna J., “I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds”, In Diritto Bancario, gennaio 2015.

Commissione Europea, “Guida dell’utente alla definizione di PMI”, 2015.

Cumming, Hass, Schweiser, “Journal of Banking and Finance”, 2014.

De Socio A., Finaldi Russo P., “The debt of Italian non-financial firms: an international comparison”, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, febbraio 2016.

Donatini V., Corigliano P., “Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua comparabilità col diritto italiano”, IPSOA 2010.

Festa C., “The insider, dietro le quinte della finanza – Ecco perché Cinven e Finmeccanica hanno scelto di quotare Avio Spazio invece di cedere quote azionarie ai colossi stranieri”, Il Sole 24 ore, 12 agosto 2015.

Forestieri G., “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, Discussion paper, 2014.

Fumagalli A., “Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) In Italia – Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa”, Egea 2014.

- Gagliardi G.**, “Le SPAC approdano in Italia”, ottobre 2011.
- Hull J.**, “Opzioni, futures e altri derivati”, Pearson edizioni, 2012.
- Jerusalmi R.**, Intervista “La borsa serve”, L’imprenditore, maggio 2012.
- Lakicevic M., Vulanovic M.**, “A story of SPACs”, Research Paper.
- Latham & Watkins**, Client Alert Number 1442, “Boosting Innovative Start-Ups in Italy: the new Framework”, 20 December 2012.
- Lenzi R.**, “Start up e incubatori: come sopperire a carenze di liquidità”, IPSOA 2015.
- London Stock Exchange Group**, “Il mercato per fare impresa, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale”, settembre 2012.
- Movimprese - InfoCamere**, “Le imprese italiane nel 2015”.
- Panara M.**, “Avio, il business dei satelliti raddoppia grazie a i privati”, Sezione Finanza di Repubblica, 10 aprile 2017.
- Paronetto P., Condina C.**, “Buona la prima per Avio, balza al 6,6 per cento all’esordio”, Il sole 24 ore, Finanza e Mercati, 10 aprile 2017.
- Peveraro S.**, “La SPAC? Ci vede giusto”, Milano Finanza, Edizione del 20 maggio 2017.
- Peveraro S.**, “Ricchi con le SPAC”, Milano Finanza, 22 ottobre 2016.
- Rader B., De Bùrca S.**, “SPACs: A Sound Investment Or Blind Leap Of Faith?”.
- Riemer S.D.**, “Special Purpose Acquisition Companies: Spac and Span, or Blank Check Redux?”, Washington University Law Review, 2007.
- Rossi S.**, “Una finanza per lo sviluppo”, Conferenza del Direttore generale della Banca d’Italia e Presidente dell’IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni), Sondrio, 12 settembre 2014.
- SBA** (Small Business Act for Europe) Fact Sheet 2016, Italy.

Sesana T., “La direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d’esercizio e consolidati. Novità e riflessi sulla disciplina nazionale”, n. 54 Commissione Principi Contabili, 2014.

Troise G., “Come finanziare le PMI”, IPSOA, 2014.

Documenti societari

Comunicazione di variazione del capitale sociale a seguito della scissione parziale e proporzionale di Space2 SpA a favore di Space3 SpA.

Investor Presentation Avio-Space2, ottobre 2016.

Relazione finanziaria annuale 2014-15-16 Gruppo Avio.

Regolamento dei “market warrant space2 SpA”.

Relazione finanziaria annuale 2014-15-16 Space2 SpA.

Prospetto informativo relativo all’ammissione a quotazione sul MIV organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA di azioni ordinarie e *market warrant* di Space2 SpA.

Verbale Assembleare Space2, 17 giugno 2015.

SITOGRAFIA

www.borsaitaliana.it

www.indstars.it

www.consob.it

www.spacanalytics.com

www.sec.gov.org

www.finanzaoperativa.com

www.dirittoprivatoinrete.it

www.istat.it

www.mef.gov.it

www.advisoronline.it

www.bebeez.it

www.aim-italia.it

www.bloomberg.com

www.spaceholding.it

www.space2spa.com

www.avio.com

www.leonardocompany.com

www.industriaitaliana.it

www.ilsole24ore.it

www.repubblica.it

www.formiche.net

www.milanofinanza.it

RIASSUNTO

CAPITOLO I: Definizioni e meccanismi di funzionamento

Le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) sono veicoli societari appositamente costituiti che, dietro l'impulso dei soci fondatori (*promoters*), raccolgono risorse finanziarie presso il mercato dei capitali, in modo particolare presso investitori professionali, tramite un Ipo tradizionale al fine di individuare prima e successivamente integrarsi con una società target non quotata. A seguito della *business combination*, i titoli di quest'ultima saranno così automaticamente negoziati sul mercato di provenienza della SPAC, potendo allo stesso tempo la target beneficiare della liquidità necessaria per portare avanti i propri progetti di sviluppo, ma senza dover sostenere gli ingenti costi di collocamento.

Tecnicamente la SPAC si presenta come una "società vuota", perché priva di veri e propri asset operativi all'infuori della cassa, promossa da un gruppo di investitori individuali (molto spesso un gruppo di tre o più membri con alle spalle una riconosciuta esperienza nella gestione di imprese industriali, *M&A* o *Private Equity*) che costituiscono la società e vanno a far parte del management della stessa.

Il ciclo di vita di una SPAC si compone di quattro principali fasi:

- I. Quotazione della SPAC: il processo di quotazione è assai semplificato vista l'assenza di una storia operativa alle spalle e visto che al momento nessuna società target è stata ancora individuata. I costi necessari a condurre sul mercato la società vengono coperti grazie alle risorse apportate in fase di costituzione dai *promoters*, mentre l'ammontare versato dagli investitori per sottoscrivere le azioni si rende indisponibile in un conto fruttifero vincolato (*escrow account*). Tali somme, rimanendo inaccessibili fino al buon esito dell'aggregazione, rendono l'investimento sostanzialmente privo di rischio. Dalla quotazione sino alla *business combination*, il prezzo di borsa delle azioni SPAC è in genere molto stabile perché il veicolo vale

sostanzialmente quanto la sua cassa. Inoltre, ogni possibile impatto sul prezzo dell'azione viene ulteriormente mitigato tramite l'assegnazione di *market warrant* gratuitamente attribuiti ai sottoscrittori pre Ipo e anch'essi destinati a negoziazione, offrendo così una diversificazione immediata del rischio mediante la scissione dell'investimento in due attività negoziabili separatamente (rispettivamente azioni e *warrant*).

- II. Fase 2 - la scelta del target: l'evidenza empirica mostra che vi sono talune peculiarità attribuibili alla target che sembrano essere presenti in tutte le fattispecie di *business combination* fino ad oggi avvenute in Italia. Tra queste emergono imprese a controllo familiare orientate ad ottenere un accesso rapido e diretto alla quotazione, società partecipate da fondi di *Private Equity* non intenzionati a realizzare ulteriori iniezioni di cassa per finanziare lo sviluppo e infine società considerate non più strategiche da gruppi nazionali e multinazionali di controllo. Sebbene non si possano indicare poi specifici settori di appartenenza della target, poiché redditività e capacità di generare flussi di cassa sembrano gli unici driver di valore ai fini della *business combination*, un bacino particolarmente in linea con le esigenze della SPAC sembra essere rappresentato da tutti quei settori in cui le aziende sono leader di mercato, anche e soprattutto in campo internazionale, quali eccellenze del *Made in italy* (lusso, moda, design, industria meccanica avanzata, alimentare).
- III. Fase 3: assemblea degli azionisti: dalla data di ammissione in Borsa il CdA della SPAC avrà un tempo limitato (massimo 18/24 mesi) per proporre e poi far approvare, tramite specifiche maggioranze qualificate, l'acquisizione della società target, pena la liquidazione della SPAC e conseguente rimborso a favore dei soci di quanto inizialmente versato (stesso trattamento riservato agli eventuali azionisti contrari).
- IV. Fase 4: la *business combination*: questa è la fase più delicata dell'intero processo

perché è qui che l'azionista decide se esercitare il diritto di recesso ovvero diventare socio di una società operativa e può essere realizzata attraverso l'acquisto di azioni in circolazione/sottoscrizione di azioni di nuova emissione della target ovvero fusione tra la stessa e la SPAC (in ogni caso la fusione si configura come esito naturale dell'intera operazione di aggregazione). Se il progetto ha funzionato, la target viene assorbita nella SPAC (che giuridicamente sparisce andando a costituire il flottante) e si trova così automaticamente quotata.

Il progetto di quotazione di una PMI tramite SPAC, se ben strutturato dai promotori secondo una logica di sviluppo del business, offre indubbiamente un'ampia gamma di vantaggi a tutti i soggetti coinvolti nell'operazione. Per i soci fondatori il ritorno sull'investimento presenta infatti ottimi livelli obiettivo anche alla luce del ridotto investimento iniziale (stimato tra il 3-3,5 per cento della dotazione iniziale). Lato investitori, l'orizzonte temporale limitato, la quasi assenza di rischio, l'assoluta liquidità dell'investimento e la piena facoltà di esprimersi in sede di delibera assembleare costituiscono un'interessante alternativa di investimento. Infine i vantaggi per chi tramite SPAC si trova ad operare in un mercato aperto quali: un ingente e immediata iniezione di cassa, un processo di quotazione semplificato anche alla luce dei ridotti margini di incertezza nella determinazione del valore del titolo. Parallelamente il modello SPAC ha messo in luce alcuni aspetti sicuramente migliorabili, e talune volte da considerarsi come vere e proprie criticità. Tra queste si evidenziano principalmente una complessa gestione del diritto di recesso potenzialmente in grado, se esercitato in determinate percentuali, di compromettere l'intera operazione nonché una serie di tematiche connesse a conflitti di interesse che potrebbero sorgere tra i vari soggetti coinvolti, per i quali Borsa Italiana per altro prevede una serie di requisiti fondamentali ai fini della quotazione delle SPAC.

CAPITOLO II: Nascita e sviluppo dello strumento

La SPAC nasce intorno ai primi anni novanta sulla scia dell'attività della banca di investimento *EarlyBirdCapital Inc.*, il cui fondatore David Nussbaum volle creare una struttura legalmente riconosciuta dalla SEC che si differenziasse però da quella delle "cugine" *Blank Check Companies* (identificate come qualsiasi persona fisica o giuridica che emetta *penny stocks* e che non presenti alcun *business plan* o scopo all'infuori della fusione/acquisizione con una o più società), in modo tale da sottrarsi parzialmente alle stringenti direttive della neonata *Rule 419*. Quest'ultima di fatto rese praticamente impossibile il completamento di acquisizioni da parte delle *Blank Check Company* offrendo a Nussbaum la chance di creare il nuovo veicolo d'investimento della SPAC. Nonostante i primi positivi esempi di *business combination*, il mercato mobiliare degli anni novanta apprezzò poco le potenzialità dello strumento tanto che la definitiva affermazione sul mercato statunitense arrivò solo a partire dal 2003, quando la SPAC divenne un veicolo alternativo alla quotazione definitivamente riconosciuto e complementare ai tradizionali meccanismi di Ipo. Nel complesso, negli USA dal 2003 ad oggi sono state quotate 253 SPAC con una raccolta complessiva di 35,6 miliardi di dollari e un taglio medio delle Ipo nell'ordine di 128 milioni di dollari, quindi relativamente piccolo per il mercato statunitense. Analogamente alle SPAC di diritto statunitense che hanno dovuto fare propria una tipologia societaria già esistente (la *Blank Check Company*), una prima delicata questione nella scalabilità dello strumento in Italia, ha riguardato la possibilità di replicare i meccanismi di funzionamento tipici del modello nel contesto del diritto societario e dei mercati finanziari nazionali. Al riguardo, la Società per Azioni, e quindi le disposizioni che ne regolano il funzionamento, è stata identificata quale struttura societaria maggiormente adatta al raggiungimento degli obiettivi delle SPAC. Sebbene infatti, l'oggetto sociale dello strumento sia assimilabile a quello tipico degli intermediari finanziari non bancari che svolgono attività

di assunzione di partecipazioni ai sensi degli art. 106 o 113 del TUB, questo veicolo presenta delle particolarità che vanno calate nell'attuale contesto nazionale della normativa SpA, per valutarne l'effettiva applicabilità. A tal proposito sembrano quattro gli aspetti principali sui quali merita svolgere una riflessione più approfondita: l'indisponibilità del patrimonio fino alla realizzazione dell'affare, l'approvazione della *business combination* dell'assemblea, il vincolo di durata della società e in ultimo il diritto di recesso per il socio dissenziente.

CAPITOLO III: Il contesto economico italiano per le SPAC

Come ben noto, le PMI rappresentano l'ossatura del sistema economico produttivo del nostro Paese arrivando a rappresentare il 99,9 per cento sul totale delle imprese italiane, generando circa il 70 per cento dell'intero valore aggiunto e impiegando allo stesso tempo i tre quarti dell'intera forza lavoro nazionale. L'andamento dei mercati, le previsioni incerte sulla ripresa della crescita e la ormai perdurante crisi che ha colpito il sistema finanziario nella sua interezza, hanno reso l'imprenditoria italiana, e chi ne regola il buon funzionamento, sempre più consapevoli della necessità di processi per il rafforzamento patrimoniale, l'equilibrio e la diversificazione delle fonti di finanziamento. Sebbene le PMI ad oggi, non siano tornate a registrare le performance virtuose che si registravano in tempi di pre-crisi (soprattutto in ambito valore aggiunto e occupazione), il nostro paese rimane leader mondiale in circa 240 nicchie di mercato se si pensa che degli oltre 5.500 prodotti complessivamente commercializzati eccelliamo tra i primi posti con una quota pari al circa il 30 per cento dell'offerta. Inoltre proprio per la prima volta dal 2007 il numero di nuove imprese nel 2016 è tornato ad aumentare attestandosi su valori superiori rispetto al numero di cancellazioni rilevate nello stesso periodo di osservazione. Sebbene poi sia lo stesso legislatore comunitario a fornire degli standard normativi che consentono di identificare tutte quelle realtà economiche che possono definirsi realmente PMI (attraverso parametri legati a fatturato, totale dell'attivo e numero di impiegati), la classificazione di un'impresa deve

rispondere necessariamente anche a logiche più qualitative, passando cioè da un confronto con i concorrenti e da una valutazione del mercato in cui l'impresa si trova ad operare.

Inoltre, nonostante l'imprenditoria italiana rappresenti da sempre uno dei maggiori fattori trainanti della nostra economia, si evidenzia come oggi più che mai vi siano degli aspetti della struttura finanziaria delle PMI in grado di minacciarne le potenzialità di crescita, la produttività e la capacità di affermazione sui mercati internazionali. Gli elementi appena citati sono figli di un sistema di soddisfacimento del fabbisogno finanziario storicamente di tipo *bank oriented*, caratterizzato da un ridotto livello di capitalizzazione e fonti di finanziamento di breve termine. I dati diffusi da Banca d'Italia nei primi mesi del 2017 evidenziano che le PMI nazionali reperiscono oltre i tre quarti delle risorse impiegate nella gestione operativa ricorrendo al sistema bancario (con picchi che superano addirittura il 90 per cento) contro il 39 e 45 per cento rispettivamente di Francia e Germania. L'eccessivo livello di leva finanziaria è ulteriormente figlio di aspetti culturali quali la tendenza dell'imprenditore alla distribuzione degli utili e/o a ricercare l'ottimizzazione fiscale piuttosto che puntare su strategie di reinvestimento e R&S. È in un tale contesto allora, che la ricerca e il successivo accesso a fonti di finanziamento alternative (e qui nello specifico si colloca lo strumento SPAC) rispetto al canale bancario, diventa oggi indispensabile per tutte quelle realtà aziendali che puntano a crescere in maniera equilibrata e sostenibile. Dal lato capitale di rischio, parallelamente al fenomeno SPAC, là dove l'imprenditore non disponga di risorse proprie sufficienti, è possibile osservare l'ingresso in veste di nuovo socio da parte di un investitore istituzionale, quale un fondo di *Private Equity*. A fine 2016 i dati presentati da AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*) mostrano dei risultati annuali, in termini di controvalore complessivo delle operazioni realizzate, molto positivi segnando un incremento del 77 per cento rispetto all'anno precedente, segno che il mercato italiano è ancora in grado di offrire delle opportunità di investimento profittevoli e

potenzialmente generatrici di valore. Questi trend possono essere molto utili a fini comparativi se si pensa che, a livello operativo, l'investimento in SPAC viene spesso paragonato con l'investimento in *Private Equity* e l'apertura del capitale tramite *business combination* a mezzo SPAC si configura come alternativa a un accordo stipulato con un fondo. D'altronde la nascita stessa delle SPAC deriva in maniera inequivocabile dal tentativo di rendere disponibile l'*asset class* del *Private Equity* ad una platea sempre più ampia di soggetti.

La propensione al credito bancario del nostro sistema finanziario nazionale giustifica inoltre la minore propensione verso la Borsa e più in generale in senso atecnico, verso i mercati azionari. Al 30 dicembre 2016 sono quotate sui mercati di Borsa Italiana SpA 387 società di cui 310 sui mercati regolamentati e 77 su AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale, per una capitalizzazione complessiva di 525,1 milioni di euro (31,8 per cento del PIL). In aggiunta, risulta interessante notare che tra il 2000 e il 2016 mentre il numero di società quotate sia rimasto di fatto lo stesso (296 contro 310) la capitalizzazione sia però passata da 811 a 521 miliardi: in pratica lo stesso numero di imprese si spartiscono una torta che si è nel frattempo ridotta di un terzo.

Giungiamo adesso a descrivere i due distinti mercati in cui la SPAC di diritto italiano può quotarsi e parliamo rispettivamente di MIV (Mercato degli Investment Vehicles) e AIM Italia. Il primo si configura come un mercato regolamentato creato con l'obiettivo specifico di offrire capitali, liquidità e visibilità esclusivamente ai veicoli di investimento dotati di una chiara visione strategica. Il MIV grazie ad un assetto regolamentare efficace e flessibile è oggi capace di accogliere quattro tipologie di emittenti (ognuna dotata di specifiche regole di funzionamento), classificati per natura, e specificatamente: fondi chiusi, Real Estate Investment Companies (REIC), Investment companies e infine gli Special Investment Vehicle (SIV). È proprio il segmento SIV l'habitat finanziario naturale della SPAC in quanto "luogo" di destinazione degli strumenti emessi da tutte quelle società caratterizzate da una particolare complessità (*multi-strategy vehicles*) e il cui oggetto sociale esclusivo preveda l'investimento in via prevalente in una società o attività. Le società che intendono quotarsi sul MIV (segmento SIV) devono rispettare determinate condizioni previste dal Regolamento di Borsa Italiana. Tra le principali si evidenzia: una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro,

un flottante almeno pari al 35 per cento, un vincolo di timing pari a 36 mesi in tema *investment policy*, un'attesa massima per l'ammissione di due mesi e la presenza dello Sponsor quale intermediario finanziario (bancario o non bancario, SIM, imprese di investimento e intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB) autorizzato a svolgere attività di collocamento di strumenti finanziari. Il suo compito principale si estrinseca nell'accompagnamento della società emittente lungo l'intero iter di quotazione, garantendone l'affidabilità del *business plan* e agevolando i contatti con analisti e investitori. La SPAC per sua natura è legittimata ad operare sul MIV fin tanto che mantiene i caratteri propri di un *investment vehicle*. In altri termini, una volta che l'assemblea avrà approvato la *business combination* e questa si sarà perfezionata, la SPAC si trasformerà automaticamente in società operativa e, non presentando più le qualità proprie di uno dei quattro settori sopra descritti, dovrà necessariamente richiedere il trasferimento presso un altro mercato.

AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI italiane più dinamiche e competitive, caratterizzate da un alto potenziale di crescita. Trattandosi di una quotazione che non sollecita il pubblico risparmio, il processo è concepito per offrire un percorso semplificato e snello di accesso al mercato (il procedimento di quotazione fissa un limite massimo di 10 giorni per l'ammissione) e al tempo stesso adempimenti post quotazione calibrati sulla struttura delle PMI. Inoltre non è previsto alcun limite minimo alla capitalizzazione delle società per quanto riguarda il flottante, è sufficiente una quota pari al 10 per cento. La Sponsor qui viene sostituito dalla figura del Nomad, soggetto incaricato di delineare le caratteristiche fondamentali delle società prossima alla quotazione mediante la valutazione della congruità dello stesso emittente. Da un punto di vista squisitamente operativo il Nomad non è altro che il consulente che affianca la società dal momento della primaria ammissione lungo tutta la permanenza sul mercato, supportando la stessa negli adempimenti derivanti dallo status di società quotata, attraverso cioè il supporto nella pubblicazione del bilancio, della relazione semestrale e di tutte le informazioni ritenute *price sensitive*.

CAPITOLO IV: Le SPAC nell'esperienza italiana

Nel complesso, le SPAC approdate sul listino di Borsa Italiana sino al 31 maggio 2017 sono

state 14 e complessivamente hanno dato luogo a nove *business combination* con società target che si sono trovate così automaticamente quotate a Piazza Affari e che oggi nel complesso valgono circa 2,5 miliardi di euro di capitalizzazione di mercato (warrant compresi). Preme sottolineare che fino ad oggi, escluse le recenti quattro fattispecie in cui ancora non è decorso il termine dei 24 mesi più la quinta eccezione, Sit Group, in attesa di concludere l'integrazione prevista per il prossimo luglio, le altre nove iniziative finanziarie hanno riscosso solamente successi, visto che tutte le SPAC di diritto italiano hanno prima individuato e poi si sono integrate con il rispettivo target. Guardando alle dimensioni, la più piccola (GreenItaly 1) ha raccolto 35 milioni di euro e la più grande (Space2) è stata capace di giungere sul mercato con 308 milioni post Ipo, considerando però che circa la metà della quota derivante dalla raccolta originaria (154 milioni di euro) è stata destinata in favore della recentissima Space3, ancora alla ricerca di un target. Questa ultima fattispecie fornisce un esempio concreto circa la possibilità che una SPAC, secondo la normativa italiana, possa anche essere "spezzata" nel caso non si rendano necessarie tutte le risorse per un'unica operazione. Di fatto si tratta di dimensioni limitate, perché coerenti con la reale presenza di target all'interno del panorama nazionale.

Per quanto riguarda il tempo a disposizione dei promotori per portare a compimento l'aggregazione aziendale, per bene due volte (e rispettivamente nel caso di Italy Investment 1 e di Space) il limite dei 24 mesi ha riguardato solo l'annuncio dell'operazione, essendo stati necessari fino ad ulteriori 12 mesi per giungere al *closing*. Il tempo medio per annunciare l'accordo con la società target, non considerando la quotazione di SIT Group prevista per il prossimo luglio, è uguale a 491 giorni, a cui vanno aggiunti mediamente circa ulteriori due mesi per la delibera dell'assemblea dei soci.

A differenza quindi delle numerose SPAC americane, in Italia le operazioni di voto vengono esperite con tempistiche decisamente più contenute, segno che forse i promotori italiani

tendono a garantirsi il sostegno degli azionisti principali ancor prima di formalizzare l'intesa tra SPAC e società target. Le dieci società target (di cui nove già acquisite e quotate, cui va aggiunta Sit Group, in attesa di concludere l'integrazione) presentano alcune peculiarità comuni tra cui: esposizione debitoria non superiore a 3,3 volte l'EBITDA (con riferimento ai valori *actual* 2016), buoni livelli di redditività con riferimento ai valori di EBITDA *margin* (solo in tre delle dieci target nel 2016 è inferiore al 10 per cento, mentre ben tre presentano un margine superiore al 15).

Un altro importante parametro valutativo non può che risiedere nell'andamento dei rispettivi prezzi di mercato dei titoli dal momento della fusione, e quindi contestuale accesso al mercato borsistico, ad oggi. Al riguardo si osserva che, almeno sino a pochi mesi dall'integrazione, il rendimento è stata ampiamente superiore rispetto alle attese, portando in media un Irr di oltre il 20 per cento dalla efficacia della *business combination* (con un Irr medio del 13 per cento a 5 mesi dall'aggregazione). Inoltre, sempre lato performance borsistiche, se prendiamo che periodo di riferimento la stessa data di inizio negoziazioni del titolo sul mercato, sei delle nove società hanno registrato guadagni compresi tra il 29.39 per cento e il 167.00 per cento, con solo una target (Zephiro) che registra valori negativi.

CAPITOLO V: Il caso Space2-Avio SpA

Space2 SpA è la più recente e più grande SPAC di diritto italiano ad aver completato l'operazione di aggregazione aziendale conducendo così a quotazione la relativa società target, Avio SpA. Space2 si è quotata sul MIV nel luglio del 2015 raccogliendo una dotazione di 300 milioni di euro provenienti da oltre 85 investitori istituzionali e privati, oltre a 8 milioni di euro investiti direttamente da Space Holding Srl (società d'investimenti promotrice dell'iniziativa). Nell'ottobre 2016 il CdA di Space2 ha annunciato la *business combination* con Avio SpA, società leader mondiale nel settore dei lanciatori e della propulsione applicata a sistemi di lancio, missili e satelliti. Stiamo parlando di una eccellenza

internazionale del *Made in Italy* che fattura 290 milioni di euro e vanta un utile netto pari a circa 3 milioni di euro, con oltre 900 milioni di ordini in portafoglio. Di fatto, una media azienda per gli standard italiani, ma una piccola azienda se confrontata con gli altri colossi sia europei che non, con i quali Avio si trova oggi a competere. Una media impresa che riesce però a fare cose grandissime: costruire razzi capaci di portare fin nello spazio i satelliti destinati ai servizi di telefonia, tv, internet, controllo del territorio tramite tecnologia GPS. Mandare razzi nello spazio richiede una tecnologia estremamente sofisticata e frutto di continua ricerca, che solo pochi paesi al mondo hanno (Francia e Italia, Russia e Stati Uniti, Giappone e India) e a cui l'Italia (nello specifico il MIUR – Istituto dell'Istruzione e Ricerca Scientifica – per il tramite dell'Agenzia spaziale italiana) nel corso del 2016 ha destinato ben 200 milioni di euro.

A seguito della fusione per incorporazione delle due entità, le azioni ordinarie della società target sono oggetto di negoziazioni sul MTA, segmento Star, insieme ai relativi *market warrant*, dallo scorso 10 aprile. Contestualmente, i gestori della SPAC hanno annunciato la scissione parziale e proporzionale di Space2 (metà della dotazione originaria, ovvero 154 milioni dei rispettivi 308 depositati in fase di raccolta iniziale) a favore della neonata Space3, sempre da quotare sul MIV della Borsa Italiana nel primo trimestre 2017 e attualmente alla ricerca di un target. La quotazione di Avio (prima esempio al mondo di produttore di lanciatori spaziali che si quota), attraverso una modifica sostanziale nella struttura del capitale, ha rappresentato un evento epocale per il Gruppo, fornendo alla società una maggiore flessibilità per affrontare le nuove sfide di investimento e di sviluppo. L'operazione ha inoltre consentito di aumentare il capitale sociale contestualmente all'operazione di fusione, incrementando, oltre che in maniera diretta la disponibilità di cassa della società di oltre 60 milioni di euro provenienti da Space2, la visibilità internazionale di cui Avio già godeva.

In conclusione, i nuovi e stimolanti accessi al mercato introdotti da Borsa Italiana attraverso le Istituzioni MIV e, in particolare AIM Italia, hanno tentato di incentivare le PMI nazionali ad aprirsi e beneficiare dei vantaggi di un mercato regolamentato. In questa ottica, lo strumento SPAC fornisce una tutela sicuramente più ampia a favore della società target, evitandone la prematura esposizione al mercato, rappresentando forse questo uno dei maggiori punti di forza del veicolo. Di fatto, la riservatezza che accompagna l'accordo tra SPAC e target consente parzialmente di sterilizzare l'esito dell'iniziativa dalle avverse condizioni di mercato, rimandando lo stesso esito all'autonomia delle parti.