

**Francesca Bernini  
Andrea Dello Sbarba**

# ***La Special Purpose Acquisition Company***

Accounting  
& Business  
Studies

Profili strutturali, condizioni  
di funzionamento e percorsi  
per la creazione di valore:  
Il caso Italy1

The Series publishes research concerning two wide and interwoven fields: Theories of Firm and Organizations, Company Strategy, Corporate Governance, Business Ethics, Corporate Social Responsibility; Financial Accounting, Managerial Accounting, Social Reporting, Company Valuation, Internal and External Auditing, Financial Statement Analysis, Fundamental Analysis and Security Valuation, Accounting History, Corporate Disclosure and Communication to Financial Market.

The Series is open to contributions based on: different methodologies and methods; theoretical, empirical or experimental research; positive, interpretive, and critical approaches. Nevertheless, only rigorous, original, contributive and clear pieces of research that will make a contribution to the above mentioned fields of study will be published. Purely normative or descriptive works will not be accepted as well as inappropriate subject matter.

The Editor in Chief, the Co-Editors and the Editorial Board will insure that the Editorial Policy will be respected. They make a first appraisal of the publication proposals, considering their coherence with the aims and scope of the Series. The Editor in Chief and the Co-Editors, assisted by the Editorial Board, choose the reviewers, and guarantee a transparent and correct application of a double blind review process.

The members of the Scientific Committee, and other valuable scholars, contribute as reviewers, on the basis of their specific competency. Each member of the Scientific Committee can also select and address publication proposals to the Editor. In this case, the member cannot be involved in the reviewing process.

Our Series also hosts collected volumes. In this case, if the volume has a responsible editor and contains many chapters concerning different topics, a single blind review process is applied.

*This Series is supervised by AIDEA  
Collana accreditata AIDEA*



*Editor in Chief*

Francesco Giunta (Florence University)

*Co-Editors*

Luciano Marchi (Pisa University)

Lucio Potito (Federico II Naples University)

*Editorial Board*

Marco Allegrini (Pisa University)

Alessandro Lai (Verona University)

Roberto Maglio (Federico II Naples University)

Michele Pisani (L'Aquila University)

Ugo Sostero (Venice University)

*Italian Scientific Committee*

Paolo Andrei (Parma University)  
Luca Anselmi (Pisa University)  
Elio Borgonovi (Bocconi Milan University)  
Fabrizio Cerbioni (Padua University)  
Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa)  
Paolo Collini (Trento University)  
Stefano Coronella (Parthenope Naples University)  
Luciano D'Amico (Teramo University)  
Vittorio Dell'Atti (Bari University)  
Antonio Del Pozzo (Messina University)  
Enrico Laghi (La Sapienza Rome University)  
Giovanni Liberatore (Florence University)  
Riccardo Macchioni (Federico II Naples University)  
Stefano Marasca (Marche University)  
Antonio Matacena (Bologna University)  
Pietro Mazzola (IULM Milan University)  
Luciano Olivotto (Venice University)  
Antonella Paolini (Macerata University)  
Giuseppe Paolone (Pescara University)  
Angelo Riccaboni (Siena University)  
Stefano Pozzoli (Parthenope Naples University)  
Alberto Quagli (Genoa University)  
Paolo Tartaglia Polcini (Salerno University)  
Claudio Teodori (Brescia University)  
Riccardo Viganò (Federico II Naples University)  
Stefano Zambon (Ferrara University)

*International Scientific Committee*

David Alexander (The Birmingham Business School, UK)  
Bruce Behn (University of Tennessee, Usa)  
Garry Carnegie (RMIT University, Australia)  
Pablo Fernandez (IESE Business School, University of Navarra)  
Günther Gebhardt (Johann Wolfgang Goethe Universität, Frankfurt am Main)  
Richard Slack (Northumbria University, Newcastle, UK)  
Maria Shtefan (Higher School of Economics, Nizhny Novgorod, Russia)

**Francesca Bernini  
Andrea Dello Sbarba**

# ***La Special Purpose Acquisition Company***

Profili strutturali, condizioni  
di funzionamento e percorsi  
per la creazione di valore:  
Il caso Italy1

**FrancoAngeli** 

Il presente lavoro è stato finanziato dall'Università di Pisa per mezzo dei fondi "PRA – Progetti di Ricerca di Ateneo" - n. progetto PRA–2022–6 "Creazione di valore e strategie ESG: un approccio multidisciplinare" (PRA–2022–2023).

Copyright © 2024 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Publicato con licenza *Creative Commons Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 4.0 Internazionale* (CC-BY-NC-ND 4.0)

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito*

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.it>

*A Giulio, a Fabio e ai miei genitori, Paola e Luigi.*

*Ai miei genitori Alessandro e Patrizia e a mia sorella Silvia.*



# INDICE

<b>Prefazione</b>	pag.	11
<b>1. Profili economico-aziendali della SPAC, di <i>Francesca Bernini</i></b>	»	15
1.1. Introduzione	»	15
1.2. Il ruolo del contesto di riferimento nel percorso di diffusione della SPAC	»	15
1.3. Le origini della SPAC	»	19
1.4. Le fasi del processo di vita della SPAC: prospettive strategiche e operative	»	21
1.4.1. Costituzione della SPAC e aspetti di <i>Corporate Governance</i>	»	23
1.4.2. La quotazione	»	27
1.4.3. La ricerca della <i>target</i>	»	32
1.4.4. La <i>business combination</i>	»	34
1.5. SPAC e <i>Private Equity</i> : analogie e differenze (di <i>A. Dello Sbarba</i> )	»	38
<b>2. L'approccio metodologico, l'analisi della letteratura e la formulazione delle domande di ricerca, di <i>Andrea Dello Sbarba</i></b>	»	44
2.1. L'approccio metodologico	»	44
2.1.1. Il paradigma di ricerca e gli approcci teorici di riferimento	»	44
2.1.2. Metodologia e metodi di ricerca	»	48
2.2. L'analisi della letteratura	»	51

2.2.1. Definizione del protocollo di revisione della letteratura	pag.	52
2.2.2. Definizione degli obiettivi della revisione della letteratura	»	53
2.2.3. Individuazione della tipologia di studi da includere nella analisi della letteratura e sviluppo della ricerca	»	53
2.3. Analisi descrittiva della letteratura rilevante	»	55
2.4. Analisi sistematica della letteratura rilevante	»	59
2.5. La ricerca sulla SPAC in ambito economico-aziendale: limiti emersi dall'analisi della letteratura e domande di ricerca	»	65
<b>3. La catena del valore come framework concettuale per un'analisi del processo di creazione di valore della SPAC, di <i>Andrea Dello Sbarba</i></b>	»	81
3.1. Premessa	»	81
3.2. La configurazione della catena del valore della SPAC	»	83
3.3. Il <i>framework</i> teorico e la catena del valore delle SPAC	»	88
3.3.1. La catena del valore nella prospettiva della "Resource-Based View": le risorse e le competenze strategiche	»	88
3.3.2. La catena del valore nella prospettiva della teoria dell'agenzia: i conflitti d'interessi tra gli attori della SPAC	»	95
3.4. Conclusioni	»	101
<b>4. I percorsi del valore nelle SPAC: il caso Italy1, di <i>Francesca Bernini</i></b>	»	104
4.1. Il caso di studio	»	104
4.2. La scelta del caso e le fonti dei dati	»	106
4.3. La SPAC Italy1: analisi per fasi della catena del valore	»	106
4.3.1. La costituzione e la definizione della struttura di governo	»	108
4.3.1.1. L'assetto proprietario della SPAC al momento della fondazione	»	110
4.3.1.2. Il profilo dei soci fondatori di Italy1	»	111
4.3.1.3. Le <i>founders' share</i>	»	112
4.3.2. La IPO: le <i>market share</i> e gli <i>warrant</i>	»	114
4.3.3. La ricerca e l'individuazione della società <i>target 1</i>	»	116

4.3.3.1. I capitali della SPAC	pag.	118
4.3.3.2. La determinazione del valore dell' <i>equity</i> della società <i>target</i> 1	»	120
4.3.4. La <i>business combination</i>	»	122
4.3.5. Le conversioni	»	123
4.3.5.1. Gli strumenti della diluizione	»	124
4.3.5.2. Definizione dei parametri strumentali per la diluizione	»	125
4.3.5.3. Gli effetti prodotti dalla diluizione	»	128
4.4. Possibili sviluppi del valore: proposta di una analisi di scenario	»	129
4.5. Discussione dei risultati emersi dal caso di studio	»	133
<b>5. Dalle evidenze empiriche alla definizione di un quadro per l'analisi delle fonti e dei percorsi del valore nelle SPAC, di Francesca Bernini</b>	»	143
5.1. L'operatività della SPAC: una visione sistematica orientata all'analisi del valore	»	143
5.1.1. Le logiche valutative e le configurazioni di valore: una classificazione strumentale per l'analisi delle operazioni compiute nel ciclo di vita della SPAC	»	144
5.1.2. La proposta di un quadro per l'analisi delle fonti e dei percorsi del valore della SPAC	»	146
5.1.2.1. La fase della raccolta: la costituzione e la definizione della struttura di governo	»	149
5.1.2.2. La fase della raccolta: la quotazione (IPO)	»	152
5.1.2.3. La fase dell'investimento: la ricerca della <i>target</i>	»	157
5.1.2.4. La fase dell'investimento: la <i>business combination</i>	»	162
5.1.2.5. La fase di gestione post <i>business combination</i> : il processo di diluizione	»	166
5.1.2.6. La strategia di crescita per vie esterne: un possibile scenario	»	170
5.2. L'indagine dedicata alla SPAC: considerazioni di sintesi	»	174
<b>Bibliografia</b>	»	179



## PREFAZIONE

Il tema delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) suscita un crescente interesse, nell'ambito della dottrina accademica e del mondo operativo. Ciò è dovuto sia alla rilevanza assunta dal fenomeno nel contesto europeo e italiano, dopo la sua nascita negli Stati Uniti d'America quale elemento fortemente innovativo, sia alle potenzialità che lo strumento in analisi è capace di fornire per favorire la quotazione, la crescita e lo sviluppo delle aziende, specialmente in contesti di crisi.

La SPAC è intesa quale veicolo di investimento, costituito in forma societaria, fondato con il preciso intento di reperire mezzi finanziari sul mercato borsistico per realizzare una *business combination* con una azienda *target* non nota al momento della quotazione della SPAC e, in tal modo, finanziarne la crescita e lo sviluppo e al contempo consentendone l'accesso in borsa secondo modalità privilegiate.

Il contesto economico-sociale da quasi due decenni è teatro di numerose criticità – si pensi, ad esempio, alla crisi economico-finanziaria che si è apalesata a partire dal 2007, alla pandemia da Covid-19 e alle guerre – e ha generato una congiuntura particolarmente complicata che sottopone le aziende a continue sfide e alla necessità di operare in condizioni di estrema incertezza. Le strategie orientate allo sviluppo e alla sopravvivenza delle aziende, come noto, originano incrementi nel fabbisogno di finanziamento. Il ricorso all'indebitamento risulta particolarmente oneroso e non sempre percorribile, date le condizioni ambientali sopra sintetizzate. Inoltre, l'indebitamento non assicura una durevole disponibilità del finanziamento stesso e non costituisce una via per l'acquisizione di risorse e competenze che possano favorire i processi di crescita. Dall'altro lato, la quotazione effettuata per vie autonome non esenta dal dover sopportare costi e rischi elevati o dal dover conseguire un determinato livello per i parametri rilevanti, condizioni

che – soprattutto per le PMI italiane – non sempre sono sostenibili. Proprio su tali ragioni pare fondarsi lo sviluppo delle SPAC nel contesto italiano, in quanto esse costituiscono strumenti alternativi capaci di favorire lo sviluppo, il risanamento o la sopravvivenza soprattutto per le imprese che operano in contesti di crisi.

La SPAC manifesta alcune importanti peculiarità – da studiare adottando la prospettiva delle diverse categorie di attori che entrano in gioco – che la rendono un innovativo strumento di investimento e di finanziamento al contempo.

Alla luce di ciò, il presente lavoro intende trattare il fenomeno SPAC in chiave economico-aziendale seguendo un percorso di analisi orientato a mettere in evidenza gli elementi chiave per capire i meccanismi che stanno alla base del percorso di creazione di valore.

In particolare, sono illustrati i profili economico-aziendali della SPAC, anche in relazione alle possibili analogie e differenze col *private equity*. L'innovatività del fenomeno ha richiesto analisi descrittive, condotte coerentemente con una logica olistica e sistemica capace di andare oltre le peculiarità dei singoli aspetti specifici e di favorire una visione finalizzata a includere aspetti convergenti (capitolo 1).

A ciò, è seguita una analisi strutturata della letteratura rilevante, che si è spesso dimostrata frammentata e contraddittoria o rivolta peculiarmente a singoli aspetti quali quelli giuridici o della finanza aziendale, talora adottando un profilo puramente descrittivo (capitolo 2). Da tale analisi, sono emerse importanti opportunità di approfondimento che, in particolare, mirano a definire le caratteristiche operative e le peculiarità che si possono manifestare in riferimento al processo di creazione di valore delle SPAC. Le operazioni attuate dalle SPAC, infatti, offrono la possibilità di analizzare tratti distintivi ancora poco esplorati dalla letteratura scientifica, dedicata alla creazione e alla gestione del valore.

In ragione di ciò, il presente lavoro intende osservare la SPAC da una prospettiva interna, che la considera come un vero e proprio fenomeno aziendale senza limitarla alla connotazione di mero veicolo finanziario, per proporre approfondimenti volti a identificare le dinamiche del valore, seguendo un percorso finalizzato a tracciare una visione sistemica degli aspetti strategici e dei fondamenti del valore, in accordo con la logica del *Value Based Management* in chiave *multishareholder*.

Nella cornice descritta, si sviluppano le linee di ricerca del presente lavoro monografico, che si rivolgono verso: (1) l'inquadramento della SPAC come fenomeno economico-aziendale, andando oltre una visione che la connota come mero strumento finanziario; (2) l'identificazione di vantaggi e

rischi che si prospettano per i diversi attori coinvolti, osservati alla luce dei conflitti, degli incentivi e dei compensi che sono delineati nel quadro teorico di riferimento analizzato nel secondo capitolo e applicato al *framework* di indagine sviluppato nel terzo; (3) le relazioni tra le direttrici del valore che possono essere originate sia dall'operatività aziendale della società risultante dalla *business combination*, sia dalla peculiare "architettura finanziaria" della SPAC; (4) i meccanismi di creazione di valore caratteristici della SPAC alla luce dell'insorgenza di obiettivi contrastanti o di conflitti tra varie categorie di *stakeholder*.

Le questioni sopra indicate sono state indagate adottando un *framework* costruito sulle basi dello schema analitico-interpretativo della catena del valore di Porter, descritto nel terzo capitolo, che ha seguito il principio di fondo secondo cui la creazione di valore per le diverse categorie di azionisti dipende dalle attività che si svolgono nel processo integrato che porta dalla costituzione della SPAC, alla realizzazione della *business combination* e alla quotazione della società risultante da tale operazione, da cui origina un interessante processo di conversione dei titoli e di diluizione del capitale.

A partire dal modello di Porter è stata elaborata una visione della catena del valore capace di rispondere alla necessità di dare rappresentazione della realtà investigata e di individuare le fasi che costituiscono il quadro operativo della SPAC (cap. 3). Ciò ha consentito di definire il ruolo degli attori coinvolti, le risorse distintive e i fattori critici di successo, i rischi, le singolarità degli aspetti valutativi e le principali fonti del valore riconnesse alle varie fasi. L'analisi descritta è stata realizzata coerentemente con un quadro concettuale che osserva le teorie capaci di motivare o inquadrare i comportamenti dei soggetti interessati.

Il *framework* fondato sulla catena del valore è stato applicato per l'analisi di un caso di studio (capitolo 4) che si colloca coerentemente con il quadro teorico definito. L'analisi del caso mira a dare rilievo agli elementi chiave dei processi di creazione e gestione del valore lungo le fasi di vita delle SPAC.

Il caso di studio, in sinergia con la cornice concettuale fondante, ha messo in evidenza gli aspetti che hanno permesso di costruire un quadro tassonomico del percorso di creazione di valore nelle SPAC e dei suoi *driver* (capitolo 5), utile per contribuire a sistematizzare e arricchire la letteratura attualmente presente riguardo alle SPAC, sia per favorire una valenza pratica del presente contributo monografico.

La ricerca ha trovato fondamento proprio nelle evidenze suggerite dal caso di studio dedicato alla SPAC Italy1 – la prima quotata in Italia, sul Mercato degli *Investment Vehicle* (MIV) – che ha apportato al lavoro i necessari

elementi-chiave per condurre l'analisi scientifica e per garantire un fondamentale ancoraggio empirico. Per questa ragione, un profondo e sincero ringraziamento va al dott. Giovanni Revoltella, socio fondatore della SPAC Italy1 e preziosa fonte di idee emerse nelle lunghe e approfondite discussioni dedicate alle SPAC e alla loro peculiare modalità di creare valore.

Pisa, 27 febbraio 2024

Gli autori  
*Francesca Bernini*  
*Andrea Dello Sbarba*

# 1. PROFILI ECONOMICO-AZIENDALI DELLA SPAC<sup>1</sup>

di *Francesca Bernini*

## 1.1. Introduzione

Il presente capitolo ha una duplice finalità. La prima è introdurre all'analisi delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), mediante l'esposizione di alcune riflessioni rivolte all'ambiente economico-sociale e istituzionale, fattore capace di impattare sulla diffusione delle SPAC nel contesto italiano. È, poi, illustrata una disamina dei principali aspetti strategici, operativi e di *corporate governance* che caratterizzano le decisioni e i processi della SPAC.

Si propone, infine, un confronto tra SPAC e *Private Equity*, quali fattispecie che presentano tratti di comunanza nei fini strategici. In questo modo, si intende proporre un quadro descrittivo che possa favorire la comprensione delle tematiche affrontate nei capitoli successivi del lavoro, nella prospettiva di analisi del valore della SPAC, volta a identificare gli attori coinvolti nell'operatività del fenomeno analizzato e i *driver* del valore aziendale ad esso legati.

## 1.2. Il ruolo del contesto di riferimento nel percorso di diffusione della SPAC

La complessa situazione ambientale in cui le aziende si sono trovate a operare – dapprima a seguito della crisi economico-finanziaria che si è appalesata a partire dal 2007 e, più recentemente, in conseguenza della pande-

<sup>1</sup> Sebbene il presente capitolo sia il frutto del lavoro congiunto degli autori, i paragrafi 1.1, 1.2, 1.3 e 1.4 (e tutti i sottoparagrafi in essi contenuti) sono da attribuire a Francesca Bernini, mentre il paragrafo 1.5 è da attribuire ad Andrea Dello Sbarba.

mia da Covid-19 e delle guerre – ha generato una congiuntura economico-sociale particolarmente complicata che sottopone le imprese a continue sfide e alla necessità di gestire la propria attività in condizioni di estrema incertezza. Tra le difficoltà che si sono manifestate, non di secondaria importanza è quella legata all’accesso alle fonti di finanziamento che si rendono necessarie per lo sviluppo aziendale e talora per la stessa sopravvivenza.

Il ricorso all’indebitamento bancario per finanziare il risanamento o lo sviluppo risulta particolarmente oneroso e non sempre percorribile, date le condizioni ambientali sopra richiamate. Inoltre, il finanziamento a titolo di capitale di debito non assicura una durevole disponibilità del finanziamento stesso e non costituisce una via per l’acquisizione di risorse (diverse dal denaro) e competenze che possano favorire strategicamente i processi di crescita.

Assetti istituzionali e *corporate governance* esercitano influenze considerevoli sul costo dei capitali (La Rosa et al., 2020; Attig et al., 2006; Hail and Leuz, 2006; Ashbaugh et al., 2004). La letteratura evidenzia, infatti, a tal riguardo, che le caratteristiche dell’assetto istituzionale del contesto-paese in cui le aziende sono osservate e quelle del loro assetto proprietario sono capaci di attenuare o di accentuare l’entità del conflitto di agenzia (La Rosa et al., 2019; Chen et al., 2009). Le aziende operanti nel contesto dell’Europa continentale, rispetto a quelle anglosassoni, riscontrano generalmente un più contenuto livello di protezione delle minoranze azionarie, associato a una minore efficacia normativa, e mercati ritenuti meno efficienti (Attig et al., 2006). Tali attributi riferiti all’assetto istituzionale sono annoverati tra le possibili determinanti capaci di accentuare il conflitto di agenzia. Dall’altro lato, l’elevata concentrazione che caratterizza l’assetto proprietario della maggior parte delle aziende italiane è ritenuta dalla letteratura prevalente (Faccio e Lang, 2002) quale fattore atto a ridurre le potenziali conflittualità tra proprietà e *manager* (I conflitto di agenzia), da un lato, e in taluni casi a contribuire ad accrescere le possibili divergenze nelle finalità perseguite da soci di controllo e minoranze (II conflitto di agenzia).

Oltre alle possibili connotazioni del conflitto di agenzia, la letteratura dedicata al tema considera il contesto di riferimento delle aziende quale fattore capace di influire anche sul costo dei capitali. A tal riguardo, alcuni studiosi affermano che in contesti caratterizzati da mercati imperfetti (Lambert et al., 2011) o scarsamente competitivi (Armstrong et al., 2011), le asimmetrie informative impattano maggiormente sul costo del capitale. È stato, inoltre, osservato che il costo del capitale, in scenari in cui vi sono più elevati livelli di protezione delle minoranze e i mercati sono più efficienti, si dimostra più contenuto (Hail e Leuz, 2006; La Porta et al., 2002). Contesti diversi da

quello descritto, invece, lasciano alle caratteristiche di *governance* dell'azienda maggiori possibilità di impattare sul costo dei capitali (La Rosa et al., 2020).

Il contesto economico italiano è caratterizzato dalla forte presenza di piccole e medie imprese, non infrequentemente aventi natura familiare e assetti proprietari molto concentrati, che possono presentarsi come poco predisposte ad aprirsi verso un ampliamento della compagine sociale, soprattutto nel caso in cui questo determini una perdita del controllo dell'azienda (Garrazone, 2020). Le caratteristiche descritte, in taluni casi, possono rappresentare un limite per l'accesso al mercato dei capitali propri, favorendo un elevato ricorso al capitale di credito. L'Italia, analogamente ad altri Paesi Europei, è infatti un contesto in cui operano aziende che praticano un forte ricorso all'indebitamento, rispetto a quanto accade, ad esempio, nel mondo anglosassone (Aguilera e Jackson, 2003). Tale situazione può ostacolare le capacità di queste organizzazioni di ricercare forme di finanziamento non tradizionali, quali quelle analizzate nel presente lavoro, o parimenti poco conosciute e diffuse in tale tessuto socio-economico. Limitare le possibilità di accesso ai mercati dei capitali propri, oltre che rafforzare la dipendenza dagli istituti di credito e conseguentemente dare a questi ultimi un ruolo centrale, può rappresentare un forte ostacolo alle strategie di crescita aziendale. Ciò si rende ancora più evidente quando situazioni esogene e contestuali, quali le crisi economico-finanziarie, rendono l'accesso al debito più complesso e/o più oneroso. In tale contesto, le aziende – e in particolare quelle di dimensioni non grandi – possono rilevare difficoltà nell'accesso alle fonti di finanziamento ritenute tradizionali, con la conseguente necessità di ricercare capitali in via alternativa. Oltre a ciò, il mercato dei capitali italiano si connota per la presenza di un ridotto numero di IPO rispetto a quanto accade altrove, nonché per la scarsa presenza di investitori attratti dalle opportunità legate alle PMI (Fumagalli, 2014).

La crisi scatenata dalla pandemia – accanto alle esigenze legate alla trasformazione digitale dettate dalla quarta rivoluzione industriale, concretatasi con l'“Industria 4.0”, e alla sostenibilità, inclusa nel più ampio novero degli obiettivi dell'Agenda 2030 e riconnessa al più recente sviluppo dell'Industria 5.0 – può essere interpretata come un forte stimolo per la ripresa e lo sviluppo aziendale, attuati anche mediante una ridefinizione dei modelli di *business* (Bernini et al., 2021 (b)) allo scopo di favorire una crescita del vantaggio competitivo e della possibilità di creare valore economico (Bernini et al., 2021 (a)). La traduzione di tali stimoli in un loro sviluppo concreto necessita di un'adeguata disponibilità di capitali da impiegare durevolmente nell'attività aziendale. Inoltre, affinché il percorso di ripresa o di sviluppo possa es-

sere non effimero, occorre affiancare l'immissione dei capitali sopra citati a una gestione strategica del percorso di cambiamento. Ecco, allora, che le risorse finanziarie devono essere gestite da un adeguato capitale umano (Harlow, 2018; Edvinsson e Malone, 1997), portatore di conoscenza, di relazioni e di identità e capacità manageriali (Bernini et al., 2021 (a)).

Quanto detto rende ancora più evidenti alcune necessità che si legano al contesto di analisi sopra descritto quali, ad esempio, l'importanza per le imprese di ridurre la dipendenza dal sistema bancario (Fumagalli, 2014) anche mediante la ricerca di forme di finanziamento alternative ai mezzi tradizionali di reperimento del capitale proprio, quali ad esempio il *Private Equity*.

Oltre a ciò, la situazione caratterizzata dall'incertezza e dalle crisi di varia natura, che si sono avvicinate negli ultimi decenni, ha richiamato l'attenzione sul tema del costo dei capitali in contesti di criticità o in scenari contraddistinti da opportunità di sviluppo da cogliere, che hanno favorito la diffusione, anche in Italia, di strumenti alternativi per la promozione di percorsi di crescita.

In questi contesti, la SPAC rappresenta un nuovo strumento per finanziare e gestire i suddetti processi di crescita delle imprese che decidono di fare ricorso a metodiche innovative, che si sono diffuse in un contesto ambientale caratterizzato dagli effetti della crisi economico-finanziaria insorta nel 2008. Infatti, è riconosciuto dalla letteratura il fatto che la SPAC sia un fenomeno che trova diffusione in situazioni di *shock* ciclici dei mercati o in specifici ambiti settoriali, in cui le aziende incontrano la necessità di svilupparsi mediante processi di crescita esterna o ricambi generazionali (Mengoli e Di Maggio, 2009). Il ricorso alla fusione con la SPAC può risultare più appetibile, rispetto al finanziamento bancario, dal momento che le condizioni macroeconomiche e congiunturali sopra richiamate hanno reso più oneroso il conseguimento di finanziamenti bancari a condizioni favorevoli. Le SPAC, secondo quanto detto, rappresentano uno strumento importante per favorire lo sviluppo delle PMI, anche mediante l'accesso al mercato dei capitali, promuovendo così anche il loro percorso di crescita a livello internazionale. Nel prosieguo del capitolo, sarà richiamato anche il *Private Equity* come mezzo alternativo alla SPAC. Questo solitamente investe nella quota maggioritaria e può presentare prospettive limitate in merito alla durata della presenza nell'investimento. Per tale ragione, il *Private Equity* è un intervento strategico e finanziario non avente carattere definitivo. La quotazione autonoma (IPO), infine, è un processo più complesso, che richiede anche la sussistenza di determinati requisiti e che non consente necessariamente la condivisione di competenze *manageriali*.

### 1.3. Le origini della SPAC

Il fenomeno della SPAC, che nei primi anni del ventunesimo secolo ha vissuto un vero e proprio “Rinascimento” (Jankinson e Sousa, 2009), trova origine nel contesto americano. La letteratura ne rintraccia le radici nel fenomeno americano della “*blank-check company*”, ampiamente diffuso negli anni ‘80. Queste società operavano mediante l’emissione di strumenti finanziari denominati “*penny stock*”, caratterizzati dalla quotazione a prezzi estremamente bassi e negoziati sui mercati secondari. Le *blank-check company*, dunque, sono state concepite come società prive di una strategia di *business* precisa e orientate a una generica futura acquisizione da definire. In sintesi, l’investimento appariva come un “assegno in bianco” che consentiva agli amministratori di impiegare i capitali loro affidati in operazioni – generalmente M&A – ritenute convenienti in modo ampiamente discrezionale e in assenza di adeguate tutele nei confronti degli investitori. La “cattiva reputazione” delle *blank-check company* è dovuta anche ai limiti della normativa dedicata a regolare il loro funzionamento (Riva e Provasi, 2019). Da tale ultimo aspetto, è sorta l’esigenza di una più efficace disciplina, che ha spinto la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a emettere una regolamentazione più stringente in ordine alla vigilanza sulle operazioni in parola e alla protezione dei risparmiatori (*Penny Stock Reform Act*). In particolare, la *Rule 419* mirava a tenere in equilibrio la necessità di fornire protezione ai piccoli investitori e la natura speculativa degli obiettivi perseguiti dagli amministratori della *blank-check company*.

A seguito di ciò, negli anni ‘90, il fenomeno del *blank-check company* subì un forte ridimensionamento (Garramone, 2020). In tale contesto, le SPAC furono originate quali strumenti giuridicamente capaci di rispettare le normative entrate in vigore e, allo stesso tempo, di mantenere la sostanza economica dell’operazione, nonché la flessibilità che aveva caratterizzato le *blank-check company*, nel rispetto della tutela degli investitori (Lakicevic et al., 2014).

In particolare, la nascita di una embrionale forma di SPAC viene rilevata nel 1992, a seguito della volontà di realizzare un progetto di investimento nel rispetto delle regole esplicitate dalla SEC per riabilitare la “reputazione” dello strumento e per ottenere l’approvazione delle *Authority*.

In origine, il mercato di riferimento delle SPAC era “*over the counter*” ovvero la loro negoziazione avveniva al di fuori dei mercati borsistici ufficialmente riconosciuti. Da ciò, derivava una limitata regolamentazione e la presenza di un contenuto corpus di adempimenti in merito ai profili di *corporate governance* (Mengoli e Di Maggio, 2009).

Il loro sviluppo si è osservato successivamente nel contesto americano, a metà degli anni Duemila, come risposta alle difficoltà riscontrate dalle PMI nella raccolta di capitali mediante IPO (Heyman, 2008) e ha condotto le SPAC all'accesso ai mercati ufficiali, con la conseguente necessità di introdurre regolamentazioni più stringenti. In tal senso, la SPAC rappresentava un'alternativa alla IPO per la quotazione e, al contempo, alla dipendenza dal *Private Equity*. Come sarà più ampiamente illustrato in seguito, il ricorso alla SPAC consente alle società di reperire capitali propri, pervenendo alla quotazione mediante una fusione inversa con la SPAC stessa, senza perdere il controllo della società originaria. Nel 2010, lo strumento ha riscontrato una ulteriore evoluzione, spinta dall'introduzione di ulteriori regole per poter accedere alla quotazione, per questa forma di investimento.

La diffusione della SPAC in Europa prende piede a partire dal 2005 dove, rispetto agli Stati Uniti, si osservano limitazioni meno stringenti in merito, ad esempio, al valore minimo stimato per l'azienda *target* della *business combination*, l'entità del capitale che deve essere investito e così via (Riva e Provasi, 2019). Il 2010 è l'anno in cui si assiste all'introduzione della SPAC anche nel mercato italiano, mediante la IPO sul Mercato degli *Investment Vehicles* di Borsa Italiana di una SPAC di diritto lussemburghese<sup>2</sup>. In Italia, la disciplina delle SPAC è demandata al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, che le annovera tra le “società costituite con lo scopo di acquisizione di un *business* il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività, nonché le relative attività strumentali” o ancora tra quelle “la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità”. In Italia, le azioni delle SPAC possono essere quotate sul segmento professionale del mercato MIV (Mercato telematico degli *investment vehicles*) oppure mediante il sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale), dove le SPAC sono state definite come “società costituite con lo scopo di acquisizione di un *business* specifico” e quindi incluse nella fattispecie delle “società di investimento”.

Il MIV è un mercato gestito da Borsa Italiana con lo scopo di favorire la liquidità e la visibilità dei veicoli di investimento che presentano una chiara visione strategica. Il 24 maggio 2010 è entrata in vigore la risoluzione CONSOB 17302 a seguito della quale, tra le altre cose, è stata introdotta la possibilità per le SPAC di accedere al MIV nella veste di *Special Investment Vehicles* (SIV), condizionandola alla sussistenza di alcune condizioni da soddi-

<sup>2</sup> Per approfondimenti riguardanti l'estensione del fenomeno SPAC nel contesto italiano, si rinvia a: Fumagalli, 2014; Cioli, 2017; Cristofaro, 2009.

sfare, tra cui una vita massima della SPAC non superiore a 3 anni, la costituzione di un *trust account* in cui sono depositati i capitali raccolti in sede di IPO, l'implementazione di misure per la definizione di eventuali conflitti di interesse insorgenti nell'attività di investimento e l'adempimento a particolari obblighi riferiti all'informativa<sup>3</sup>.

A seguito dell'apertura dei mercati borsistici sopra accennati, proprio nel 2010 è stata costituita la prima SPAC italiana che nasce come società di diritto Lussemburghese e che si è successivamente quotata al MIV. L'anno successivo è avvenuta la prima quotazione sul Mercato Alternativo del Capitale di Borsa Italiana della prima SPAC di diritto italiano (Fumagalli, 2014; Cioli, 2017).

#### **1.4. Le fasi del processo di vita della SPAC: prospettive strategiche e operative**

Le considerazioni riguardanti il contesto e la diffusione delle SPAC, definite nel paragrafo precedente, possono essere più efficacemente comprese se declinate alla luce della definizione e della descrizione dello strumento stesso.

La diffusione del fenomeno in analisi, infatti, risulta essere determinato sia da fattori ambientali, sia dall'unicità delle sue caratteristiche strutturali (Lewellen, 2009). Quanto detto appare particolarmente calzante se si osserva il contesto italiano, in cui la SPAC ha trovato un ampio sviluppo, a partire dal 2010. Garramone (2020), al riguardo, mette in evidenza come la prevalente presenza di PMI, che dimostrano una non piena apertura verso le forme di ingerenza di capitali esterni, abbia reso possibile la diffusione di uno strumento innovativo quale la SPAC che, come sarà illustrato, prevede un processo di quotazione del tutto particolare e caratterizzato da minori incertezze (Lewellen, 2009) e, al contempo, la presenza di uno specializzato gruppo di professionisti che genera un fattore critico per il successo dell'operazione.

La SPAC è definita (Jog e Sun, 2007; Jankinson e Sousa, 2009; Lakicevic et al., 2014; Murray, 2014 e 2017) come una società in fase di sviluppo, priva di una pianificazione aziendale operativa specifica e priva di *asset* diversi dalla liquidità (Floros e Sapp, 2011), che esplicita come scopo la volontà di intraprendere una *business combination* (BC) con una entità che non è ancora

<sup>3</sup> Si tratta, tra le altre cose, di informazioni inerenti alle politiche di investimento, alla IPO e alla variabile strategica chiave costituita dalla reputazione professionale e all'esperienza del *management* (Riva e Provasi, 2019).

identificata ma che in questo modo guadagna una via di accesso particolare e privilegiata alla quotazione in Borsa. Il chiaro riferimento alla realizzazione della BC, entro termini predefiniti, differenzia la SPAC dalle tradizionali *blank-check company*, mentre alcune caratteristiche dei titoli emessi dalla SPAC, quali la loro limitata volatilità sul mercato, sono elementi distintivi rispetto alla fattispecie della *penny stock* (Cioli, 2017). Alcune SPAC si costituiscono per concentrarsi su *deal* riguardanti settori particolari, generalmente quelli in cui i *manager* della SPAC detengono una maggiore *expertise* (Lewellen, 2009), mentre altre non indicano qual è il tipo di società *target* da ricercare. La SPAC è vista, dunque, come una società priva di una struttura e di una dinamica ovvero di operatività, costituita da un piccolo gruppo di investitori “sostanziosi” o esperti del settore (Jankinson e Sousa, 2009), per raccogliere capitali di rischio, tramite una IPO, da destinare a una acquisizione futura, in cui tutti i soggetti partecipanti all’investimento trovano la possibilità di conseguire benefici (Hale, 2007). In caso di mancata conclusione della BC, cui la SPAC tende, il veicolo viene liquidato. Rispetto alle altre c.d. *investment company* la SPAC presenta talune peculiarità, tra cui si ravvisano il limite temporale previsto per l’identificazione e la realizzazione dell’acquisizione e il deposito dei capitali raccolti in sede di IPO in un *trust account* (Cristofaro, 2009), che sarà più ampiamente descritto in seguito.

La SPAC, in tal modo, rappresenta un’alternativa alla IPO tradizionale ai fini di una quotazione (Aydogdu et al., 2007) che, tra le altre cose, permette alla quotanda di evitarne i costi, la produzione di una idonea informativa e di dover gestire le questioni amministrative e gli altri aspetti legati alle IPO tradizionali (Lewellen, 2009). Tuttavia, la SPAC si differenzia dalle altre “*shell company*”, in quanto oltre a quanto sopra riferito, essa apporta alla società risultante dalla BC anche ulteriori immissioni di liquidità e conoscenza manageriale (Floros e Sapp, 2011).

La SPAC viene fondata da alcuni soci fondatori (c.d. *founder shareholder* o promotori) come una “*shell*” o “*blank-check*” *company* costituita con un obiettivo particolare, che consiste nella raccolta di capitali utili per finanziare un’operazione di finanza straordinaria, la sopra definita BC, come una acquisizione o una fusione con una società di cui si ignora inizialmente l’identità. La sua attività consiste, in una prima fase, nella realizzazione di una IPO, finalizzata al reperimento di capitali, che sono apportati dai sottoscrittori (c.d. *market shareholder*). Successivamente, i soci fondatori, avvalendosi di un *investment team* specializzato, a cui abitualmente essi stessi partecipano, si focalizzano sulla ricerca di una società *target* dal momento che, come detto, essa non è nota al momento della costituzione della SPAC e della IPO, con cui realizzare una BC entro un periodo di tempo limitato, generalmente

definito in 18-24 mesi, pena la liquidazione della SPAC<sup>4</sup>. Essa assume, dunque, una prima veste di investitore finanziario, per poi adottare quella di investitore operativo al momento in cui, con la BC, i suoi azionisti diventano parte attiva nella gestione della società acquisita (Chiomenti e Graffi, 2010). Proprio al termine di tale operazione, la SPAC conclude la sua esistenza e i suoi azionisti diventano soci della società risultante dalla BC<sup>5</sup>.

Come anticipato, il funzionamento della SPAC genera un percorso articolato e caratterizzato da numerose peculiarità, nonché dal coinvolgimento di numerosi soggetti. Per questa ragione, si ritiene opportuno organizzare l'esposizione mettendo in evidenza le fasi del suo ciclo di vita. Tali fasi rappresentano le pietre miliari del percorso strategico seguito dalla SPAC e danno vita a processi operativi capaci di generare valore per le diverse categorie di investitori coinvolti (Lewellen, 2009; Shachmurove e Vulcanovic, 2016). È degno di rilievo, tuttavia, il fatto che ogni contesto-paese possa prevedere regolamenti specifici che inducono sfumature diverse anche nei tratti operativi. Nelle parti che seguono, per questa ragione, si intende fornire una descrizione quanto più possibile generale del funzionamento della SPAC.

#### *1.4.1. Costituzione della SPAC e aspetti di Corporate Governance*

La prima fase di vita della SPAC consiste nella sua costituzione, che avviene mediante la sottoscrizione del capitale da parte di un gruppo soci fondatori, generalmente costituito da *manager* esperti dotati di curriculum riconosciuto e ben valutato nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria. Il capitale apportato dai soci fondatori, al momento della costituzione, è destinato al sostenimento dei costi per realizzare la quotazione oltre che per la normale operatività del veicolo.

In questa fase, prende vita anche la struttura di governo della SPAC. Come anticipato, il 100% del capitale di rischio è detenuto dai soci fondatori. Il Consiglio di Amministrazione è composto dai soci fondatori (Bonenfant, 2007), che sono professionisti dotati di esperienza nel campo del *Private Equity* e delle M&A in genere, della finanza e del mondo imprenditoriale, da *executive officer* e da amministratori indipendenti. Ad eccezione del rimborso delle spese che sostengono nello svolgimento del loro compito, per gli *executive officer* non è previsto un compenso, fino alla realizzazione della BC (Hewitt, 2006). Agli amministratori esecutivi, sono delegate la gestione

<sup>4</sup> Si rinvia a: Bernini et al., 2021(a).

<sup>5</sup> Per approfondimenti riguardanti gli aspetti legali delle fasi operative della SPAC, si rinvia Hale, 2007; Sjostrom, 2008; Chiomenti e Graffi, 2010.

ordinaria e la rappresentanza della società. In questo contesto, viene costituito un *investment team*, che è l'organo preposto alle indagini finalizzate alla BC e coadiuva l'*executive committee*. Ne fanno parte, generalmente, alcuni membri dell'*executive committee* e altri membri esterni. La valutazione dell'investimento proposto dal comitato esecutivo è demandata al Consiglio di Amministrazione e, a seguito di esito positivo della decisione, l'investimento verrà sottoposto alla votazione da parte dell'assemblea dei soci.

Come anticipato, la letteratura (Hale, 2007; Dimitrova, 2013; Floros e Sapp, 2011) è solita definire la SPAC come una *shell company*, in quanto al momento della sua costituzione essa dispone di un solo *asset* visibile, che è determinato dalla liquidità apportata dai fondatori al momento del conferimento, mentre sono assenti altri *asset* operativi (Mengoli e Di Maggio, 2009). La società, infatti, presenta uno stato patrimoniale in cui all'attivo si annoverano le sole disponibilità liquide e, tra le fonti di finanziamento, il solo capitale di rischio apportato dai promotori (Cioli, 2017).

Come sarà approfondito in seguito, il momento della costituzione, così come alcune delle fasi successive, fonda il proprio successo su un *asset* invisibile rappresentato dal capitale umano dei soci fondatori e del *management* che viene coinvolto nella *governance* iniziale della SPAC (Jankinson e Sousa, 2009). L'assenza di *asset* tangibili e dei cosiddetti "*intangible visible asset*" (Itami, 1988), oltre che dell'attività operativa, costituisce la principale peculiarità della fase di vita della SPAC qui descritta e di quella successiva. Affinché l'intera operazione possa creare valore, occorre che i promotori/*manager* della SPAC posseggano una estesa competenza in ambito di gestioni societarie in operazioni straordinarie e in ambito finanziario. I soci fondatori, detti anche promotori<sup>6</sup>, infatti sono caratterizzati da elevata esperienza manageriale e di gestione delle operazioni di finanzia straordinaria, non raramente provenienti dal mondo del *Private Equity*. In questa fase, la società dunque annovera tra le sue risorse il capitale umano legato alla figura dei soci fondatori, dalla loro reputazione (Mengoli e Di Maggio, 2009) e dalle loro capacità manageriali e relazionali esercitate direttamente o indirettamente, mediante le attività del *top management team*.

La figura dei soci fondatori assume fino da ora alcuni ruoli fondamentali:

- la costituzione del veicolo e l'apporto di risorse da impiegare per il finanziamento della IPO;
- la generazione di un nucleo di professionisti che presentano specifiche competenze nel ricercare le società *target* (Berger, 2008);

<sup>6</sup> In letteratura, non di rado, si usa il termine "SPAC *sponsor*", che può essere riferito sia ai soci fondatori, sia ai *manager* (Lewellen, 2009).

- la creazione della risorsa reputazionale (Fombrun, 1996), scaturente dal capitale umano e relazionale (Shachmurove e Vulcanovic, 2016) dei soci fondatori, che costituisce una determinante chiave, tra le altre cose, anche per il successo della IPO.

Al momento della costituzione, sono emesse le azioni sottoscritte dai soci fondatori o promotori (c.d. *founders' share*) che vengono acquisite a condizioni particolari. Dal momento che, come sarà riferito anche più avanti, per i promotori non sono previste forme di remunerazione fino alla fase della eventuale acquisizione, ad essi è offerta l'opportunità di accedere a una rilevante parte del capitale sociale, che viene loro attribuita mediante pagamento del valore nominale delle azioni, pari solitamente a un millesimo del valore di IPO, precedentemente alla quotazione. Questo richiede, in fase iniziale, un limitato sacrificio di ricchezza da parte dei promotori che, alla fine del processo di quotazione e a seguito di possibili ulteriori acquisizioni di pacchetti azionari, generalmente detengono una partecipazione pari al 20% dell'intero capitale (Jankinson e Sousa, 2009). In caso di fallimento dell'acquisizione e quindi di liquidazione della SPAC, le azioni che i fondatori hanno acquisito prima della IPO non hanno diritto ad alcun rimborso. L'assenza di forme di remunerazione precedenti alla BC fa sì che i *founder* abbiano tutto l'interesse a concludere il *deal*, talora anche indipendentemente dalla possibilità che lo stesso crei valore.

Le *founders' share* hanno gli stessi diritti delle azioni regolarmente acquisite dagli altri investitori (c.d. *market share*). Le prime, tuttavia, si differenziano dalle seconde sia per il più basso prezzo di sottoscrizione, che rappresenta una determinante per la remunerazione dei promotori, sia per la presenza di alcuni vincoli. Si riscontrano, anzitutto, vincoli che investono i diritti amministrativi dei soci fondatori. Essi possono concretizzarsi, in particolare, nell'esclusione di tali soci dalle votazioni che riguardano la realizzazione della successiva BC. Inoltre, i soci fondatori, unitamente agli amministratori, non possono influenzare in alcun modo le decisioni prese dagli altri azionisti in merito alla realizzazione della BC. Nonostante la diversa posizione evidenziata sopra tra gli azionisti fondatori e coloro che investono in fase di IPO, è possibile che fondatori e membri del *management team* acquisiscano sul mercato i medesimi titoli degli altri investitori, aventi anche gli stessi diritti. In letteratura, si sottolinea come tale possibilità si manifesti prevalentemente prima del momento del voto della BC, in modo da favorirne l'approvazione e da far sì che gli *sponsor* riescano a mantenere il loro investimento iniziale del 20% (Jankinson and Sousa, 2009; Lewellen, 2009).

Le *founders' share* sono gravate anche da vincoli che investono la loro libera trasferibilità (clausole di *lock-up*). Esse, infatti, non possono essere negoziate e, allo scopo di fornire garanzie agli investitori operanti sui mercati, sono detenute in un conto bloccato (*Blocked Securities Account*), per un periodo di circa tre anni (Jankinson e Sousa, 2009). Le azioni dei soci fondatori vengono liberate dalla suddetta condizione di *lock-up* – e, quindi, trasformate in *market share* – successivamente alla realizzazione della BC e in relazione all'andamento dei prezzi dei titoli della società risultante dalla suddetta operazione, allo scopo di favorire un allineamento di interessi tra le varie categorie di azionisti e tra questi e i *manager* che, spesso, sono proprio gli azionisti fondatori della SPAC. È degno di nota il fatto che per i *manager* della SPAC, nella prevalenza dei casi, non sia previsto alcun compenso predefinito, se non la possibilità di acquistare ulteriori titoli della società risultante dalla BC (Fumagalli, 2014), di cui si parlerà più avanti, convertibili in azioni di mercato in relazione all'andamento dei prezzi.

In base a quanto sancito dallo statuto della SPAC, in aggiunta ai titoli azionari sopra descritti, i soci fondatori sottoscrivono anche degli *warrant*, in *private placement* prima della IPO<sup>7</sup>. Questo costituisce l'investimento più consistente effettuato dai fondatori – definito dalla letteratura (Lewellen, 2009) come capitale di rischio degli *sponsor* – e, come si vedrà più avanti, rappresenta una via per allineare i loro interessi con quelli degli altri azionisti (Berger, 2008). Il capitale di rischio degli *sponsor*, tuttavia, risulta privo di valore in caso di mancata realizzazione della BC (Lewellen, 2009). Ciò rappresenta, di per sé, un incentivo a favorire il *deal*, ancorché potenzialmente capace di distruggere valore. Questo tipo di *warrant*, da un lato, ha le medesime caratteristiche di quelli acquisiti dagli investitori operanti nel mercato; dall'altro, è sottoposto a clausole di *lock-up*. Infatti tali *warrant* sono alienabili ed esercitabili solo al completamento della BC oppure a un anno dalla IPO. Per contenere i conflitti di interesse, inoltre, i *manager* normalmente concordano di esprimere il voto relativo alla BC riferibile al possesso delle azioni acquisite in *private placement*, secondo le intenzioni di voto della maggioranza dei *market shareholder*. I titoli descritti non hanno valore se la SPAC viene liquidata senza aver portato a termine un'acquisizione. I fondatori hanno, dunque, un incentivo economico molto forte per completare l'acquisizione entro la scadenza (Lewellen, 2009).

Come anticipato, la compagine dei soci fondatori è composta da investitori dotati di estese capacità manageriali e di grande esperienza. Tali *skill*

<sup>7</sup> In alcuni contesti, quali quelli degli USA, il collocamento privato di *warrant*, con funzionamento analogo a quello degli *warrant* posseduti dai fondatori, può essere percorribile anche per gli enti che seguono la SPAC per la IPO e per i periodi successivi (*sponsor*).

risultano fondamentali nelle varie fasi di vita della SPAC. La prima di esse a trarne beneficio è proprio quella in cui si realizza la IPO, che viene di seguito descritta.

#### 1.4.2. La quotazione

Le fasi di costituzione e di IPO della SPAC sono gestite dal *management team* e/o da banche d'affari. La seconda fase, ovvero la quotazione, è finanziata mediante i capitali apportati dai soci fondatori, che ne propongono l'iniziativa e che, generalmente, risultano alla fine controllare circa il 20% del capitale complessivo della SPAC (Mengoli e Di Maggio, 2009). Le spese legate al sostenimento della IPO sono coperte con le risorse raccolte nella fase di costituzione della SPAC.

La IPO rappresenta un momento di cruciale importanza per varie ragioni. Anzitutto, essa consente di raccogliere in anticipo i capitali per finanziare la BC, obiettivo della SPAC, cosicché le contrattazioni finalizzate all'acquisizione possano svolgersi, per la SPAC, senza condizionamenti legati alla eventuale mancanza di fondi (Jog e Sun, 2007). La IPO, inoltre, è il passo propedeutico per consentire la quotazione della società *target*, che rappresenta un fattore critico di successo dell'operazione.

Si illustrano, di seguito, i temi rilevanti che riguardano la fase di IPO. La prima questione riguarda le garanzie che la fase di IPO prevede di elargire ai soci che hanno investito nei titoli collocati sul mercato borsistico. Le suddette garanzie sono varie e consistono anzitutto nel fatto che una percentuale rilevante dei fondi raccolti in sede di IPO è custodita in un conto di deposito a garanzia (cosiddetto *trust account* o *escrow account*). La funzione del *trust*, nella fase di quotazione, è definita dall'atto costitutivo stesso della SPAC e ha doppia valenza. In primo luogo, definisce la disponibilità per la SPAC di una somma di denaro per realizzare la BC. Infatti, il conto corrente del *trustee* raccoglie le somme necessarie. In secondo luogo, fa sì che l'ammontare dei fondi disponibili per la suddetta operazione non si confonda col patrimonio della SPAC prima che l'operazione sia resa nota (Cristofaro, 2009) e che i fondi raccolti non siano utilizzati in modo discrezionale dal *management team*. I fondi saranno detenuti sul conto corrente del *trust*, fino al momento in cui verrà approvata e realizzata la BC o fino alla liquidazione della SPAC, in caso di mancata realizzazione della BC (Heyman, 2007). Nel primo caso, la SPAC comunica al *trustee* i nominativi degli investitori che hanno approvato la BC e quelli che invece hanno espresso parere contrario. I secondi saranno rimborsati. Nel caso, invece, di mancata realizzazione della

BC, il *trustee* liquida il fondo e lo distribuisce ai *market shareholder*. Dal momento che i fondi contenuti nel *trust account* sono gestiti da una terza parte fiduciaria che, se previsto dall'atto costitutivo del *trust*, li investe in attività prive di rischio versando i proventi sul conto corrente del *trustee* (Pit-tenger e Grisin, 2009), in caso di liquidazione, i *market shareholder* riusciranno a recuperare tutto l'investimento effettuato o una somma leggermente superiore (Berger, 2008). Le garanzie offerte dalle regole che stanno alla base della gestione del *trust account* sono una peculiarità della SPAC, che le differenzia dalle altre *investment company*.

Inoltre, in questo tipo di operazioni, in luogo del conseguimento di un compenso, come accennato, i promotori (Cristofaro, 2009) sono abilitati ad acquistare in *private placement* alcune azioni, che consentono loro di conseguire complessivamente il 20% del capitale (Lewellen, 2009), e alcuni *warrant* a prezzi sensibilmente scontati (*sponsor investment*) in una fase immediatamente precedente all'IPO (solitamente per un ammontare pari al 2-5% dei fondi raccolti con la quotazione). I promotori, in questa fase, non acquistano i medesimi strumenti finanziari che verranno emessi in fase di IPO per gli investitori ma acquisiscono, come detto, *founders' share* e *warrant* in *private placement*. Dal momento che le azioni vengono acquistate al valore nominale, il contributo finanziario di maggiore rilievo da parte dei promotori è costituito proprio dal corrispettivo pagato per l'acquisto degli *warrant*. Anche lo *sponsor investment* viene versato sul conto corrente del *trust*, seguendo le medesime regole degli altri fondi.

Come anticipato, dal momento che, in caso di liquidazione del *trust*, tali fondi sarebbero distribuiti ai sottoscrittori della IPO, tale struttura dell'investimento tende a incrementare il rischio sopportato dai *founder* e, al contempo, ad allineare gli interessi delle due categorie di azionisti (*founder* e *market*) della SPAC (Berger, 2008).

Oltre a quanto detto, è prassi che gli intermediari finanziari che si occupano della gestione della IPO condividano il rischio dell'operazione principale, collegando l'incasso delle commissioni di loro spettanza alla realizzazione della BC (Fumagalli, 2014).

I proventi dell'IPO che non sono inclusi nel *trust account* sono in genere disponibili, analogamente al capitale investito dai soci fondatori, per la ricerca dell'azienda *target* da candidare per la BC e per altri costi legati all'operazione suddetta. Tali spese sono generalmente rendicontate dalla SPAC, a ulteriore garanzia per gli investitori.

Nel caso in cui, entro il periodo definito, non venisse firmata alcuna lettera di intenti, come detto, la SPAC sarebbe liquidata. Questo rappresenta un fattore di rischio elevato per i soci fondatori in quanto, in tal caso, perdereb-

bero l'intero investimento, diversamente dai *market shareholder* che verrebbero comunque rimborsati. In ragione di tali differenze riguardo all'esito dell'eventuale liquidazione, i *founder shareholder* hanno tutto l'interesse a concludere la BC, anche quando non vi siano prospettive di generazione di valore economico (*bad acquisition*) (Jenkinson e Sousa, 2011), mentre i *market shareholder* trovano convenienza nel concludere una BC ritenuta capace di creare valore.

L'Offerta Pubblica Iniziale attuata dalla SPAC adotta il medesimo procedimento dell'IPO tradizionale, fatte salve le differenze dovute al fatto che la SPAC si presenta come un investimento privo di operatività e privo di una storia. Infatti, la *disclosure* prodotta in questa fase riguarda, più ampiamente rispetto ad altri casi, una dettagliata descrizione del profilo dei promotori e dei fattori di rischio che connotano la SPAC. Infatti, diversamente dal caso in cui l'IPO riguardi una società dotata di attività operativa e di un *business plan*, in questa fattispecie, anche nei *roadshow* precedenti l'offerta, il capitale umano rappresenta l'unico *driver* di valore che possa convincere gli investitori ad aderire. Per le ragioni anzidette, anche le attività legate alla *due diligence* si presentano più snelle (Matlin, 2006). Data la specificità dello strumento, l'Autorità di vigilanza che, come sempre, osserva la regolarità del procedimento, in questo caso, avrà anche il compito di garantire, tra le altre cose, anche l'autonomia degli investitori in merito alla decisione inerente alla BC (Chiomenti e Graffi, 2010).

Di cruciale importanza e allo stesso tempo elemento distintivo della fattispecie SPAC, è lo strumento finanziario che viene emesso al momento della IPO e che è destinato agli investitori della SPAC (*market shareholder*). Gli strumenti proposti al mercato sono denominati "*unit*" e sono costituiti da una azione ordinaria e da *warrant*, che possono essere negoziati distintamente solo dopo l'IPO, a un prezzo dettato dagli andamenti del mercato. Gli *warrant* sono esercitabili solo dopo il completamento della BC o entro un termine predefinito dalla registrazione della società alla SEC (Mengoli e Di Maggio, 2009). Gli *warrant* sono strumenti che offrono il diritto a sottoscrivere titoli azionari a un prezzo stabilito e con un rapporto di cambio predefinito. Gli *warrant*, quindi, consentono di acquisire nuove azioni a uno *strike price* che frequentemente è ridotto del 25% rispetto al valore delle azioni in prima emissione (Boyer e Baigent, 2008). Dal momento che l'assenza di veri e propri *asset* operativi non consente lo svolgimento di una valutazione classica che supporti i processi di *pricing* delle *unit*, generalmente la *unit* viene collocata in IPO a un prezzo convenzionale – solitamente inferiore ai 10 Dollari, per poter evitare la regolamentazione c.d. "*Penny Stock*" – in quanto non esiste un'attività d'impresa legata alla SPAC (Fumagalli,

2014). Il prezzo di offerta delle *unit* emerge, inoltre, da una serie di incontri tra il *management* della SPAC e i potenziali *underwriter*, considerando tra le altre cose aspetti quali gli andamenti storici e le prospettive di società ritenute comparabili, le prospettive che possono scaturire dalla BC e i profili di convenienza economica della stessa, la competitività della SPAC sui mercati dei capitali e così via (si veda la tabella 1).

Gli *warrant* possono essere esercitati secondo due modalità. La prima è di tipo *cash* ovvero conferisce al titolare il diritto di sottoscrivere un'azione di mercato a un prezzo predefinito. La seconda è di tipo *cashless* ed è quella che, non prevedendo il sostenimento di un costo per la conversione, consente la cosiddetta diluizione del capitale ovvero una modifica dell'assetto proprietario a favore dei detentori di *warrant* senza un corrispondente apporto in denaro.

Come detto in precedenza, in relazione allo statuto della SPAC, è possibile che contestualmente, i fondatori e i *manager* sottoscrivano in un collocamento privato altri titoli, solitamente degli *warrant*, a un prezzo inferiore a quello di mercato. Come noto, l'investimento effettuato dai promotori in *warrant*, non verrà recuperato in caso di mancata conclusione della IPO. Tuttavia, in caso di esito positivo, esso consente ai promotori di avere una consistente partecipazione al capitale della società risultante dalla BC (Fumagalli, 2014). Tale possibilità costituisce una fonte di remunerazione per i soci fondatori e per i *manager* che, come detto, non percepiscono alcun compenso per l'attività che svolgono nelle fasi precedenti alla BC. La possibilità, ad esempio, di disporre di *warrant* convertibili in modalità *cashless* è una importante fonte di valore per tali soggetti. Va specificato, in quanto elemento caratterizzante il fenomeno trattato, che il suddetto valore origina dalle peculiarità dei titoli che compongono la struttura finanziaria della SPAC e non dall'operatività aziendale. Generalmente, gli *warrant* vengono convertiti in *tranche* successivamente alla BC e solo al momento in cui i prezzi di mercato del titolo della società raggiungono determinati livelli, in modo che la creazione di valore legata agli strumenti finanziari sia legata a "doppio filo" a quella derivante dall'attività reale che l'azienda inizia a svolgere dopo la BC. Ciò, oltre a rendere inscindibile il valore finanziario da quello fondamentale (Guatri e Bini, 2009), genera un maggiore *commitment* degli azionisti della SPAC verso la buona gestione della società *target*, con la quale la SPAC andrà a fondersi.

Un ruolo chiave ai fini del successo della IPO è rappresentato dalla *tenure track* dei *founder/manager*, in quanto i potenziali investitori, ferma restando la possibilità di chiedere il rimborso dell'investimento effettuato, in questa fase, percepiscono il rischio di effettuare un investimento senza poter cono-

scere la “storia” della società che va a quotarsi e senza poter valutare *asset* visibili, di tipo sia tangibile sia intangibile. Quanto detto è confermato dalla prassi che si osserva in fase di prima quotazione. Infatti, diversamente dalle normali IPO in cui è presente e viene illustrato un *business plan*, in questo caso, il tema centrale dei *roadshow* è la figura del *management*.

Tab. 1 – Gli strumenti finanziari della SPAC

PROMOTORI		INVESTITORI	
PRE IPO			
<i>Founders' share</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ottenute al momento dell'emissione.</li> <li>• Presenza di vincoli riguardanti la libera circolazione e l'espressione del voto sulla BC.</li> </ul>	AZIONI		
<i>Warrant</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acquisiti in <i>private placement</i>.</li> <li>• Caratteristiche finanziarie analoghe a quelle degli <i>warrant</i> di mercato.</li> <li>• Restrizioni alla libera negoziabilità e irrecuperabili se la SPAC viene liquidata.</li> </ul>	WARRANT		
DOPO IPO			
<i>Share</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acquisite dopo l'IPO e (generalmente) prima della BC.</li> <li>• Presenza di condizionamenti riferiti al voto riguardante la BC.</li> <li>• Possibile acquisizione di titoli sul mercato.</li> </ul>	AZIONI	AZIONI + WARRANT	<i>Unit</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acquistate al momento della IPO o in momenti successivi.</li> <li>• Gli elementi costitutivi delle <i>unit</i> si negoziano separatamente solo dopo la BC.</li> </ul>
<i>Warrant</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Analogia con gli <i>warrant</i> posseduti dagli investitori.</li> </ul>	WARRANT		

Fonte: propria elaborazione.

### 1.4.3. La ricerca della target

La ricerca della società *target* vede coinvolti principalmente i componenti dell'*investment team* che sono i soci fondatori o i soggetti da essi nominati che, mettendo in campo le loro reti di relazioni e la loro esperienza manageriale, valorizzano in questa fase il capitale umano e relazionale di cui la SPAC è dotata e che rappresenta la risorsa che, unitamente alla liquidità da essa apportata, finalizza l'operazione compiuta nell'ottica della creazione di valore economico. Inoltre, dal momento in cui viene annunciata la potenziale acquisizione, i prezzi dei titoli della SPAC sono considerati indicatori capaci di riflettere il valore del *deal* nell'ottica dei *market shareholder*. Questi ultimi, come noto, possono disinvestire facilmente qualora il *deal* proposto non sia ritenuto capace di generare valore. Per questo, nella loro prospettiva, l'investimento nella SPAC è ritenuto a basso rischio (Jenkinson e Sousa, 2011).

La società *target* viene individuata da un *investment team*, generalmente composto dai soci fondatori e/o da altri soggetti dotati di un elevato *management expertise* e di una consistente rete di relazioni.

La fase in analisi risulta essere particolarmente delicata, in quanto pone le basi per la finalizzazione dell'investimento, nell'intento di generare valore per tutti i soggetti coinvolti. Il tempo per svolgere questa attività è limitato ai 18 o ai 24 mesi<sup>8</sup>. La ricerca della *target* può essere orientata da quanto definito dalle linee guida riportate nel prospetto di quotazione. Cioli (2017), riguardo alla fase in analisi, riferisce come le acquisizioni più frequenti e di maggiore successo abbiano riguardato società *target* che dimostrano elevati potenziali di crescita, flussi positivi e validi e con una *leadership* riconosciuta. Oltre a ciò, è solitamente ricercata una *target* che abbia dimensioni tali da poter affrontare con successo il processo di quotazione – che, come anticipato, avviene mediante un percorso non comune che consente a detta *target* di contenere i costi e di limitare i processi amministrativi di una IPO normale – e che operi in settori e/o aree geografiche in cui i *manager* della SPAC hanno esperienza (Lewellen, 2009).

Una volta identificata la *target*, l'*investment team* procederà a realizzare un vero e proprio processo di *due diligence*, volto a indagare sugli aspetti economico-finanziari e operativi, strategici, normativi e fiscali della società candidata, secondo le indicazioni normative della Autorità preposte a vigilare sullo svolgimento delle IPO, nei diversi paesi. In questa fase, unitamente allo svolgimento della suddetta attività di *due diligence*, il *management* della

<sup>8</sup> Si fa notare come in Italia questo periodo possa essere esteso a 36 mesi, in caso di firma della lettera di intenti (Cioli, 2017).

SPAC realizza il processo valutativo volto a definire le basi per il possibile prezzo di acquisizione della *target*.

Il *management team*, a questo punto, dovrà gestire la relazione con gli azionisti della SPAC, al fine di promuovere l'approvazione della BC e, quindi, di definire il successo dell'operazione, redigendo una lettera di intenti tra gli amministratori della SPAC e quelli della società *target*, da presentare agli investitori, riferita all'operazione proposta all'assemblea dei soci.

L'*investment team* propone le società *target* e la BC al comitato esecutivo, a cui è delegata la gestione ordinaria della società, il quale, se ritiene conveniente l'operazione, la propone al consiglio di amministrazione. La SPAC opera la BC grazie alla raccolta di capitali conseguente alla IPO, mentre le risorse apportate dai fondatori sono investite nella realizzazione della IPO stessa (*founders' share*) e nella costituzione del fondo di garanzia (*founders' warrant*).

È chiamata in causa, a questo punto, l'assemblea dei soci, che riceverà informazioni adeguate circa gli aspetti economico-finanziari e patrimoniali, strategici e competitivi e altro ancora. Il quorum costitutivo per la votazione della BC da parte dell'assemblea varia in relazione a quanto sancito dallo statuto della società ma generalmente ne viene richiesto uno del 50%+1. La definizione della percentuale richiesta per l'approvazione della BC, invece, può essere vista come una scelta strategica e gestionale dell'operazione. In caso di mancata approvazione della BC, gli azionisti investitori, come noto, verranno rimborsati mediante i fondi custoditi nel *trust account* comprensivi degli eventuali rendimenti conseguiti grazie alla gestione del *trustee*, mentre i soci fondatori avranno perso i capitali precedentemente apportati. Infatti, si rileva come percentuali richieste troppo basse possano determinare la necessità di rimborsare un maggior volume di capitali investiti, generando la necessità per i *manager* della SPAC di reperire ulteriori capitali, mediante nuovi apporti o nella veste di capitale di debito, per evitare la possibilità di dover ridimensionare l'investimento complessivo. In caso di approvazione, infatti, è previsto il diritto di rimborso soltanto per i soci investitori che dissentono dalla BC e lo richiedono<sup>9</sup>. Dall'altro lato, richiedere una percentuale troppo elevata può rappresentare un ostacolo alla finalizzazione dell'investimento, oltre che prestare il fianco alla generazione di coalizioni di voto da parte dei soci dissenzienti (Cioli, 2017).

Nel contesto del processo di approvazione della BC, occorre capire quale può essere il comportamento dei soci fondatori. Secondo i casi, a essi può

<sup>9</sup> Gli azionisti dissenzienti che chiedono il rimborso potranno comunque continuare a disporre di *warrant* eventualmente ancora posseduti.

essere preclusa la possibilità di partecipare alla decisione inerente alla BC. Diversamente, qualora il diritto di voto sia concesso anche ai *founder shareholder* – in ordine alla necessità di favorire e promuovere un allineamento degli interessi tra i vari *stakeholder* (Lewellen, 2009), la cui diversità di identità e obiettivi caratterizza fortemente il fenomeno studiato – allora occorre distinguere le possibilità che si presentano in relazione al fatto che le azioni di detti soci siano state acquisite in *private placement*, prima della IPO, oppure al momento della IPO o in Borsa. Le *founders' share* sottoscritte al momento della costituzione della SPAC esprimeranno un voto allineato a quello espresso dalla maggioranza dei soci; le azioni che, invece, i fondatori hanno sottoscritto sul mercato voteranno sempre favorevolmente nei confronti della BC (Mengoli e Di Maggio, 2009).

Come detto, i *market shareholder* possono esprimere un voto riguardante tutte le acquisizioni proposte dagli organi di governo della SPAC. In linea teorica, presumendo che gli azionisti esprimano parere contrario alle proposte che non dimostrano prospettive di creazione di valore, si può ipotizzare che i *deal* realizzati siano quelli capaci di garantire risultati virtuosi dopo la BC. Nel caso in cui vengano proposte acquisizioni non virtuose, i *market shareholder* possono approvarle per poi cedere le loro azioni uscendo dall'investimento e generando andamenti negativi dei prezzi di borsa oppure possono, come noto, votare contro l'acquisizione. In questo caso, essi hanno diritto a uscire dall'investimento ricevendo una quota della liquidità detenuta nel *trust account*. Da ciò consegue che i prezzi di mercato dei titoli della SPAC, prima dell'annuncio del *deal*, non dovrebbero quotare al di sotto del valore attuale (per *share*) dei fondi detenuti nel *trust* (Lewellen, 2009), considerando un *risk free rate*, quale tasso di attualizzazione del valore dei fondi detenuti nel *trust account*. Per questa ragione, nella fase che intercorre tra la IPO e l'annuncio del *deal*, i *market shareholder* possono considerare l'investimento nella SPAC al pari di un investimento in titoli privi di rischio (Jenkinson e Sousa, 2009).

#### 1.4.4. La business combination

La fase avente ad oggetto il *deal* individuato dall'*investment team* inizia, come anticipato, con una valutazione della società *target*, ai fini della definizione del prezzo di acquisizione e delle quote riferibili alla nuova struttura proprietaria.

Il *deal* può realizzarsi mediante BC semplici o qualificate (Cioli, 2017). Solo nel secondo caso, può ritenersi adempiuto l'obbligo della SPAC di rea-

lizzare il *deal* nell'arco di tempo predefinito, pena la sua liquidazione. La differenza tra le due operazioni è data in prima battuta dall'entità dei capitali investiti. Infatti, la BC semplice richiede un impiego di capitali inferiore rispetto a una quota definita in precedenza nel prospetto reso noto dalla SPAC e, per questa ragione, non esaurisce lo scopo della SPAC, né esclude la possibilità di una sua liquidazione. In questo caso, diversamente da quello della BC qualificata, i fondi ancora disponibili fino al raggiungimento della suddetta quota predefinita non saranno liberati dai vincoli che gravano sul loro utilizzo ma dovranno essere impiegati per la realizzazione di altri *deal* fino al raggiungimento della percentuale dei fondi definita in precedenza. Riguardo alla tipologia di BC realizzata, fa notare Cioli (2017) come la versione cosiddetta qualificata rappresenti una ulteriore forma di tutela nei confronti degli investitori, in quanto elimina il rischio, a carico dei *market shareholder*, che i fondi in esubero rispetto a quelli impiegati per la BC semplice siano a disposizione del *management* per operazioni caratterizzate da maggiore discrezionalità.

Il *deal* si realizza generalmente mediante una fusione propria o impropria (diretta o inversa) ma può essere attuato anche mediante acquisizione di pacchetti azionari, di rami d'azienda o di altre tipologie di strumenti finanziari convertibili in quote di capitale della *target* (Hale, 2007). In caso di realizzazione di una fusione propria, viene generata una nuova società, mentre in caso di fusione impropria, vi è l'incorporazione della *target* nella SPAC o viceversa. Il caso, peraltro non infrequente, della *reverse merger* (o fusione inversa) rappresenta una via non tradizionale e alternativa alla IPO per accedere alla quotazione, secondo cui la società *target* non quotata e operativa si fonde con la cosiddetta *shell company* (ovvero la SPAC). A seguito della fusione, agli azionisti della società operativa sarà assegnata una quota di maggioranza della società risultante che includerà le attività e le passività della *target* (Sjostrom, 2008). Il risultato ottenuto, di fatto, è una società operativa che presenta:

- una compagine sociale che include sia gli azionisti della *target*, come blocco di controllo, sia quelli della SPAC (*founder e market*);
- una operatività originata dagli *asset* della *target*;
- risorse finanziarie disponibili per sostenere percorsi di sviluppo, come il capitale della SPAC a cui, secondo i casi, si aggiungono nuovi apporti o nuovi finanziamenti. La liquidità a disposizione della SPAC, al netto di quella impiegata per il rimborso dei *market shareholder* che lo hanno richiesto, viene apportata nella società che viene a crearsi. Nell'ambito della BC, infatti, la SPAC è portatrice delle risorse finanziarie, delle risorse invisibili legate alle capacità manageriali e delle

relazioni dei soci fondatori, mentre la società *target* possiede la struttura necessaria per realizzare l'attività operativa. Le disponibilità finanziarie apportate dalla SPAC possono essere impiegate per una ristrutturazione societaria o per finanziare la crescita della *target*, talora anche consentendole di realizzare ulteriori strategie di crescita esterna (Lewellen, 2009). La fusione della *target* con la SPAC, come ormai noto, offre alla prima la possibilità di accedere direttamente alla quotazione, senza l'aggravio costituito dai vincoli posti all'operazione in parola. Di fatto, l'operazione origina i benefici derivanti dal conseguimento dello status di società quotata, evitando il percorso maggiormente "impegnativo" che si lega a una normale IPO e, al contempo, offre capitale umano dotato di specifico *expertise*. Su questo aspetto saranno forniti approfondimenti nei capitoli seguenti.

A partire dalla costituzione della società risultante dalla BC, inizia il percorso di conversione delle *founders' share* e delle varie *tranche* di *warrant* in *market share*, realizzandosi così, in caso di conversione di tipo *cashless*, un processo di creazione di valore derivante dall'attività finanziaria di "diluzione" delle quote societarie che va a beneficio dei soli azionisti della SPAC.

Nel caso in cui la BC non si realizzi nei termini predefiniti, salvo specifiche proroghe, si procede alla liquidazione della società e al rimborso del capitale investito dai *market shareholder*. In questa fattispecie, gli amministratori della SPAC inviano una *termination letter* al *trustee*, che darà informazione delle modalità operative della liquidazione e del rimborso delle quote suddette (Cristofaro, 2009).

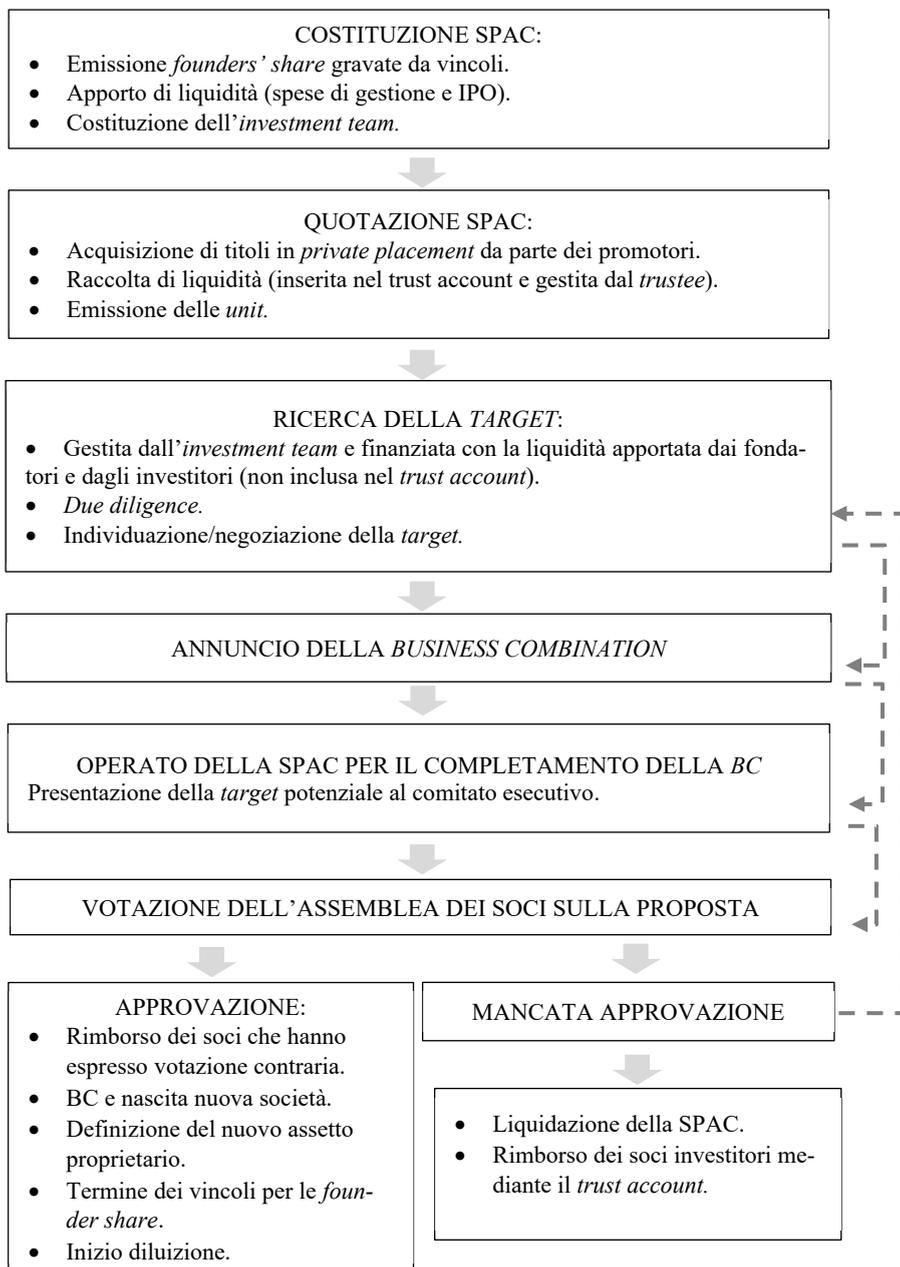
Prima della liquidazione della SPAC, nel *trust* sono presenti risorse finanziarie relative a:

- investimento in *unit* da parte dei *market shareholder*;
- titoli sottoscritti in *private placement* dai promotori;
- parte differita delle *underwriting fee*.

In caso di liquidazione, tali risorse saranno utilizzate per la soddisfazione di tutti i creditori, per il rimborso degli azionisti, al netto delle imposte sugli eventuali interessi, per il sostenimento dei costi di gestione del *trust account* e di quelli relativi al funzionamento della SPAC. I soci fondatori si assumono, fino dall'inizio, il rischio di perdere l'investimento iniziale effettuato in *private placement*. Diversamente, i titoli acquisiti in sede di IPO o in momenti successivi hanno gli stessi diritti delle *market share*.

La figura 1 sintetizza schematicamente il processo di funzionamento delle SPAC.

Fig. 1 – Schema di sintesi del funzionamento della SPAC



Fonte: propria elaborazione da Lewellen (2009).

## 1.5. SPAC e *Private Equity*: analogie e differenze

Nel vasto panorama degli investimenti alternativi, le SPAC e il *Private Equity* (PE) indubbiamente rivestono un ruolo di primaria importanza. Sebbene la finalità ultima di entrambi gli strumenti sia quella di realizzare rendimenti finanziari per gli investitori, è fondamentale analizzare e comprendere le differenze sostanziali che ne caratterizzano la struttura e il funzionamento. Questa distinzione non è meramente accademica, ma riflette approcci, rischi, tempistiche e strategie d'investimento diversi. In particolare, il termine PE si riferisce a un insieme di attività che l'AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*) definisce come “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine” (AIFI, 2018). Tra i soggetti che possono essere considerati “operatori di PE”, ossia “investitori professionali attraverso cui viene realizzata l'attività di investimento in capitale di rischio” (Gervasoni e Sattin 2008), è possibile elencare le banche d'affari e divisioni di banche commerciali, i fondi chiusi e gli operatori pubblici. Con particolare riferimento ai fondi chiusi, l'attività di *Private Equity* può essere sintetizzata identificando gli elementi principali che caratterizzano questo fenomeno, come descritto da Metrick e Yasuda (2011): (a) Il fondo di *Private Equity* agisce come intermediario finanziario, raccogliendo il capitale degli investitori e investendolo direttamente in un portafoglio di società. (b) Il fondo di *Private Equity* investe esclusivamente in società non quotate. (c) Il fondo di *Private Equity* svolge un ruolo attivo nel monitorare e nel fornire supporto alle società incluse nel suo portafoglio. (d) L'obiettivo primario del fondo di *Private Equity* è massimizzare il ritorno finanziario degli investimenti attraverso la vendita o la quotazione delle società partecipate.

Per esaminare dettagliatamente le principali differenze tra il PE e le SPAC, è opportuno strutturare la descrizione seguendo le quattro principali attività che caratterizzano il processo di investimento del PE, come delineato da Gilligan e Wright (2010): Raccolta di fondi dagli investitori; Selezione e realizzazione degli investimenti; Gestione attiva degli investimenti; Realizzazione delle plusvalenze attraverso la vendita degli investimenti (consultare Tabella 2).

Tab. 2 – Confronto PE e SPAC secondo le principali fasi del processo di investimento

	<i>Private Equity</i>	SPAC
(1) Raccolta di fondi	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Raccolta capitali attraverso la costituzione di un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio.</li> <li>- Ridotto grado di liquidità dell'investimento.</li> <li>- Orizzonte temporale dell'investimento: 4-10 anni estendibile.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Raccolta di capitali attraverso la costituzione di una società veicolo.</li> <li>- Elevato grado di liquidità dell'investimento.</li> <li>- Orizzonte temporale dell'investimento: 24 mesi circa.</li> </ul>
(2) Selezione e realizzazione degli investimenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Potere decisionale dei <i>General partner</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Potere decisionale dell'Assemblea degli azionisti.</li> </ul>
(3) Gestione attiva degli investimenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Monitoraggio e supporto delle aziende acquisite con diverso grado di partecipazione alla gestione.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Monitoraggio e supporto dell'azienda acquisita raramente rappresenta un'attività <i>core</i>.</li> </ul>
(4) Realizzazione delle plusvalenze attraverso il disinvestimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Molteplici modalità di realizzazione delle plusvalenze sia in termini di tempistiche che di canali;</li> <li>- Remunerazione dei <i>partner</i> basata su <i>capital gain</i> e <i>management fee</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Realizzazione delle plusvalenze attraverso la cessione delle partecipazioni.</li> <li>- Remunerazione dei <i>promoter</i> basata su <i>capital gain</i>.</li> </ul>

Fonte: elaborazione propria.

Con riferimento alla fase della raccolta dei fondi dagli investitori (fase 1), le differenze che caratterizzano i due fenomeni riguardano il tema delle modalità di raccolta, della liquidità e dell'orizzonte temporale dell'investimento, nonché il profilo del rischio dell'investimento stesso. Guardando alle modalità di raccolta, sebbene entrambi gli strumenti abbiano come punto di arrivo la raccolta di un capitale proveniente da una pluralità di investitori, attraverso l'implementazione di un piano di investimento ben definito, un fondo di *Private Equity* effettua la raccolta del capitale mediante la costituzione di un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio e, in tal modo, attua la c.d. gestione in monte: le risorse raccolte confluiscono in un fondo comune – di *Private Equity*, appunto – al fine di ripartire equamente tra tutti i partecipanti, in proporzione alle quote, i rendimenti che scaturiscono dalla gestione. Tale raccolta avviene prevalentemente con l'obiettivo di investire nell'ambito di società non quotate e dunque le quote non sono né

riscattabili né negoziabili prima della scadenza (Gervasoni e Sattin, 2012). Diversamente, la SPAC segue un percorso inverso, procedendo alla quotazione in borsa prima di effettuare un investimento nel capitale di rischio di una società non quotata (Cioli, 2017; Fumagalli, 2014).

In relazione alla durata dell'investimento, nel contesto del PE, caratterizzato dall'acquisizione di partecipazioni azionarie in imprese non quotate, si delineano periodi di investimento di lungo termine, generalmente compresi tra 4 e 10 anni, con la possibilità di estensioni per garantire un ritorno ottimale agli investitori (Gervasoni e Sattin, 2012). Al contrario, la SPAC presenta un orizzonte temporale *pre-deal* notevolmente più limitato, di solito entro i 24 mesi. Durante questo periodo, i promotori della SPAC si dedicano all'identificazione di una società target per la BC. Una volta conclusa la BC, e dato che la SPAC cessa di esistere come entità separata, non vi è un orizzonte temporale predeterminato per la permanenza dei soci all'interno della società risultante dalla fusione, né è definito alcun vincolo temporale nella governance della nuova entità (Cioli, 2017). Inoltre, nel periodo *pre deal*, la SPAC è caratterizzata da un più elevato livello di liquidità rispetto al PE data la possibilità da parte degli investitori di effettuare il *way-out* dall'investimento dal momento che la partecipazione dell'investitore è rappresentata da azioni e *warrant*, ossia da strumenti finanziari quotati (Cioli, 2017; Fumagalli, 2014).

Infine, un ulteriore elemento di differenziazione riguarda il profilo di rischio dei titoli sottoscritti. Nel caso del PE, la sottoscrizione si rivolge tipicamente ad un soggetto, investitore individuale o istituzionale, in grado di assumersi un elevato rischio, in attesa di un altrettanto elevato rendimento, da realizzarsi comunque nel medio-lungo termine (Gilligan e Wright, 2010). Al contrario, nell'ambito delle SPAC è previsto l'utilizzo di alcuni meccanismi – quali fondi vincolati, *trust* o *escrow account* – volti a proteggere i capitali raccolti in fase di IPO e ad evitare che il *management team* ne abbia immediata disponibilità. Questi, infatti, potranno accedervi solo nel caso in cui venga approvato il progetto di fusione da parte dei soci. Per contro, se l'assemblea non dà il proprio benestare, il *trust* liquiderà le risorse apportate dagli azionisti. In questo senso, come detto in precedenza, si ritiene che gli investitori sottoscrivano dei titoli che sono, fino al momento della BC, *risk-free*: In effetti, il *trust*, essendo di solito finanziato interamente con i proventi lordi dell'IPO e generando interessi nel corso del tempo, consente agli azionisti di recuperare la totalità o persino un po' più del loro investimento iniziale (Fumagalli, 2014).

Con riferimento alla fase di investimento, ossia alle attività inerenti all'individuazione e la realizzazione dell'investimento del capitale in una o più

società *target*, sebbene il PE e la SPAC seguano generalmente un iter *standard*, essi possono differire sotto alcuni aspetti sostanziali. In primo luogo, nel caso del PE, la decisione circa l'investimento in una società *target* spetta ai *general partner* i quali, dopo aver individuato un insieme di opportunità di investimento (detto *deal flow*), procedono ad una valutazione sia del profilo imprenditoriale che aziendale (ad esempio, analisi del mercato attuale e potenziale, del potenziale tecnologico, della potenziale crescita di valore dell'azienda), nonché della possibilità di disinvestimento della partecipazione (Gilligan e Wright, 2010). Con riferimento alle SPAC, invece, la fase del processo di investimento, sebbene prenda avvio con la ricerca di una potenziale società con cui effettuare la BC, si caratterizza per la necessità da parte dei *promoter* di dar vita ad un *roadshow*, ossia ad una serie di incontri con la comunità degli investitori istituzionali attraverso il quale essi possono offrire una panoramica dettagliata del *deal* e della *target*. Tale attività risulta molto rilevante in quanto il *management team* ha il compito di sottoporre la BC all'approvazione degli azionisti/investitori, che si esplica con il raggiungimento di una maggioranza qualificata pari, in genere, a circa all'80% (Fumagalli, 2014). Affinché l'acquisizione venga approvata, inoltre, è necessario che il diritto di recesso – concesso per legge agli azionisti – venga esercitato da non più del 30% del capitale sociale. Solo attraverso l'ottenimento dell'approvazione dell'assemblea, la SPAC prosegue l'iter per il completamento dell'aggregazione aziendale. Se al contrario l'assemblea non approva la BC, i *promoter* ricominciano la ricerca di una nuova società *target*, ove non sia scaduto il termine di durata della SPAC.

Con riferimento alla fase di gestione dell'investimento, una delle leve fondamentali a disposizione dei fondi di PE per raggiungere la *performance* prestabilita è quello di monitorare e supportare le aziende facenti parte del proprio portafoglio. In tal senso, il fondo di PE offre una variegata serie di servizi all'azienda acquisita tra i quali possiamo ricordare (McMillan et al., 1988): *servizi finanziari* quali la gestione del gruppo dei finanziatori ed il reperimento di ulteriori fonti di capitale di debito e di rischio; *agire da cassa di risonanza*, ossia fornire pareri qualificati per la risoluzione di problemi e la presa delle decisioni; *consulenza strategica e direzionale* a supporto della definizione della strategia competitiva, della strategia di *marketing*, dello sviluppo di tecniche di produzione, prodotti e servizi, nonché del controllo di gestione; *gestione/selezione del management* attraverso la rete di contatti, la negoziazione dei termini contrattuali, la motivazione del personale; *sviluppo delle relazioni* attraverso lo sfruttamento dei contatti industriali e professionali, sia relativamente ad aspetti tecnici (fornitori, distribuzione, consumatori) che di tipo professionale specifico; *consulenza operativa* a supporto del

monitoraggio delle *performance* operative per controllarne l'andamento ed intervenire per risolvere eventuali problemi. L'effettiva possibilità di influenzare la gestione aziendale, però, varia in funzione delle dimensioni chiave che determinano l'effettivo ruolo dell'investitore all'interno dell'azienda sono influenzate, principalmente, dell'orientamento dell'investitore istituzionale (investitori attivi vs. investitori passivi), della tipologia dell'operazione (che può dipendere dalla fase dell'investimento) e della tipologia di partecipazione (maggioranza vs. minoranza). Al contrario, i soci provenienti dalle SPAC, una volta conclusa la BC, non necessariamente entrano attivamente nella gestione dell'azienda integrata ma possono procedere allo smobilizzo della partecipazione per realizzare un guadagno di capitale, che rappresenta lo scopo ultimo sia dei *promoter* che dell'investitore istituzionale.

Infine, con riferimento all'ultima fase, ossia lo smobilizzo della partecipazione per la realizzazione di un *capital gain*, è possibile evidenziare due differenze fondamentali. La prima riguarda l'individuazione del momento più opportuno per realizzare il disinvestimento e la definizione del canale di disinvestimento più adeguata. In particolare, il fondo di PE, acquisendo quote di partecipazioni in aziende non quotate, assume il rischio di non poter smobilizzare l'investimento nel caso non riesca a far raggiungere all'impresa un grado di appetibilità da parte del mercato o di un eventuale singolo acquirente. Data dunque la caratteristica di temporaneità dell'investimento, è importante che l'operatore di PE preveda le caratteristiche generali del disinvestimento sia in termini di tempistiche che di canali. Al contrario, nelle SPAC, come detto, il processo di smobilizzo può avvenire una volta conclusa la BC mediante la vendita dei titoli posseduti. Una ulteriore differenza che è possibile evidenziare nel confronto tra SPAC e PE è il tema della remunerazione dei *promoter/partner*. In particolare, per i promotori delle SPAC, a differenza del *general partner* dei fondi di PE, la remunerazione risulta incerta fino a quando non è stata approvata la BC e rimane sostanzialmente legata agli andamenti della società risultante dalla BC, non essendo prevista alcuna *fee* o commissione in cambio del proprio operato: qualora questa non vada a buon fine, i promotori dovranno fronteggiare la perdita di tutte le risorse da loro apportate nella società. Se invece l'operazione viene conclusa con successo, assisteranno all'apprezzamento dei titoli della SPAC e avranno la possibilità di esercitare gli *sponsor warrant*, convertendo le loro azioni speciali in ordinarie. Nelle SPAC non esistono dunque costi continuativi – quali le *management fee* – da sostenere una volta entrati nell'investimento. In un fondo di PE, invece, tali commissioni si attestano nell'ordine del 2% annuo.

In conclusione, alla luce delle complesse peculiarità che differenziano le SPAC dal tradizionale ambito del *Private Equity*, si impone con evidenza l'imprescindibilità di un'approfondita esplorazione delle SPAC da una prospettiva economico-aziendale. Questo imperativo nasce dall'osservazione che le unicità operative delle SPAC costituiscono un campo ancora parzialmente inesplorato, ricco tanto di potenzialità quanto di insidie per investitori, promotori, e aziende coinvolte. Diviene quindi fondamentale avviare un'analisi accurata e specifica delle SPAC, allo scopo di delineare con maggiore precisione l'impatto delle loro caratteristiche distintive sulle strategie di investimento e sulle pratiche gestionali. Un'indagine così strutturata permetterà di esplicitare le particolarità di questo strumento d'investimento innovativo, supportando tutti i soggetti coinvolti verso il conseguimento dei loro fini ultimi di generazione di valore.

## 2. L'APPROCCIO METODOLOGICO, L'ANALISI DELLA LETTERATURA E LA FORMULAZIONE DELLE DOMANDE DI RICERCA

di *Andrea Dello Sbarba*

### 2.1. L'approccio metodologico

Il termine “*Scienza*” si riferisce a “*un insieme di conoscenze coerenti e organizzate in modo logico, che partono da alcuni principi [...] studiosi che vi si dedicano*” (Treccani, 2022). Il perseguimento di tale scopo avviene attraverso un processo di logica (o teoria) ed evidenze (o osservazione empirica). Da un lato, la teoria può essere definita come lo sviluppo di concetti astratti circa i fenomeni naturali o sociali e la costruzione di relazioni tra quei concetti (costruzione della teoria) mentre, dall'altro, il livello empirico riguarda la verifica di concetti teorici e relazioni al fine di verificare come questi riflettono la realtà osservata, con l'obiettivo ultimo di costruire una teoria migliore. Condurre una ricerca scientifica richiede perciò due insiemi di abilità, teoriche e metodologiche, al fine di operare sia a livello teorico che empirico. Il presente paragrafo è dunque incentrato sull'esposizione delle basi teoriche e metodologiche che istruiscono gli approcci alla ricerca nell'ambito del presente lavoro. In particolare, basandosi su assunzioni circa la natura delle scienze sociali e la natura della società, esso vuole illustrare il paradigma e le teorie assunte nello sviluppo di questa ricerca. Nella seconda parte del capitolo, invece, ci focalizzeremo sulla metodologia di ricerca impiegata.

#### 2.1.1. *Il paradigma di ricerca e gli approcci teorici di riferimento*

Il presente lavoro si colloca nell'ambito del paradigma funzionalista, un “*mainstream*” della ricerca in Economia aziendale<sup>1</sup>, e analizza la SPAC se-

<sup>1</sup> Ontologicamente, le ricerche individuabili in questo paradigma si avvicinano all'oggetto di studio secondo un punto di vista “oggettivo”, considerando il mondo come costituito da

condo due note prospettive teoriche<sup>2</sup>: la “*Resource-based view*” e la “*Agency theory*”. Concentrandoci in particolare sulla prima prospettiva, la sua introduzione nel campo della strategia ha posto l’attenzione sul modo in cui le aziende possono ottenere un vantaggio competitivo sostenibile. L’idea centrale della teoria è che le organizzazioni competono sulla base delle proprie risorse e competenze (Barney, 1991; Wernerfelt, 1984) e la capacità di accumulare tali risorse e competenze determina le differenze di prestazioni tra le diverse aziende (Peteraf e Barney, 2003). Perché tali risorse e competenze abbiano il potenziale di consentire all’azienda di perseguire un vantaggio competitivo devono presentare quattro caratteristiche: valore, rarità, inimitabilità, e non sostituibilità (VRIN) (Kraaijenbrink et al., 2010; Barney, 1991). Le risorse sono considerate di *valore* quando contribuiscono ad aiutare un’organizzazione nella creazione o nell’implementazione di strategie volte a migliorare la propria efficienza ed efficacia. Le risorse sono considerate *rare* quando le organizzazioni che le desiderano sono più di quante siano in grado di ottenerle. Le risorse sono *inimitabili* e *non sostituibili* quando sono difficili da ottenere da parte dei *competitor* in quanto costose da imitare o replicare. A tal fine, un’organizzazione deve possedere la capacità di accumulare e utilizzare le proprie risorse e competenze per ottenere un vantaggio competitivo sostenibile (Barney e Clark, 2007). La teoria in oggetto presuppone che le decisioni organizzative per selezionare e accumulare risorse siano economicamente razionali e soggette ad informazioni limitate, pregiudizi e ambiguità causale (Oliver, 1997).

Coerentemente con il quadro descritto, alcuni ricercatori hanno evidenziato come gli investitori istituzionali possano fornire alle imprese l’accesso a preziose risorse (ad esempio, informazioni, capacità manageriali e risorse finanziarie) che da sole non sarebbero in grado di sviluppare, fornendo così

una struttura esterna e concreta, che esiste indipendentemente dalla cognizione di qualsiasi individuo, il quale viene considerato come un soggetto passivo (non senziente) e deterministico (Chua, 1986). Da un punto di vista epistemologico, questa concezione della realtà porta il ricercatore ad assumere che la stessa sia osservabile e scopribile attraverso un approccio deduttivo (netta separazione tra teoria e realtà empirica, definizione di ipotesi a priori), la verifica delle ipotesi sviluppate attraverso la nozione di “falsificazione” (Popper, 1972) e l’impiego di metodi prettamente quantitativi, al fine di ricercare regolarità universali e di relazioni causali. Due importanti assunzioni sono effettuate anche a livello di natura della società: da un lato, i soggetti sono caratterizzati dal possedere il sovraordinato obiettivo di “ottimizzazione dell’utilità” (Fama e Jensen, 1996) e, dall’altro, vi è un’implicita assunzione di un ordine sociale controllabile (Hopper e Powell, 1985). Ciascun paradigma rappresenta una struttura generale rispetto alla visione della realtà da parte del ricercatore.

<sup>2</sup> All’interno di uno specifico paradigma, il ricercatore effettua una scelta relativa alla teoria in base alla quale indagare i fenomeni sociali. Una teoria può essere definita come un set interrelato di costrutti e proposizioni finalizzati a spiegare e/o predire un fenomeno o comportamento di interesse, all’interno di certe condizioni e assunzioni (Corbetta, 2003).

il potenziale per la creazione di vantaggi competitivi (ad esempio, Fernandez e Nieto 2005, 2006; George et. al., 2005). Questa prospettiva rappresenta quindi un punto di vista cruciale per esaminare il fenomeno delle SPAC al fine di individuare le risorse e le competenze necessarie per sostenere la crescita di un'azienda attraverso l'approccio della quotazione, nonché per comprendere il ruolo fondamentale che i diversi attori coinvolti in questo processo possono svolgere per raggiungere tale obiettivo.

Con riferimento all'analisi della seconda prospettiva, la teoria dell'agenzia ha introdotto un nuovo focus nell'ambito dell'economia aziendale, dirigendo l'attenzione verso i potenziali conflitti di interessi esistenti tra i soggetti coinvolti nella gestione aziendale. In tal senso, la teoria dell'agenzia offre una duplice prospettiva di analisi dei conflitti che possono emergere tra i soggetti "protagonisti" della governance aziendale. Una prima prospettiva (c.d. *teoria dell'agenzia I*) si concentra sulle relazioni che emergono quando un soggetto, denominato *principal* (ossia i proprietari) assume agenti (vale a dire, manager) che sono responsabili della gestione dell'azienda (Jensen e Meckling 1976). In tale contesto, i problemi di agenzia nascono quando i proprietari ed i manager presentano obiettivi e preferenze divergenti che possono condurre a conflitti di interesse nelle decisioni strategiche ed operative.<sup>3</sup> In particolare, la teoria dell'agenzia si pone l'obiettivo di risolvere due principali problemi (Eisenhardt, 1989). Il primo riguarda la "condivisione del rischio", che può sorgere quando il principale e l'agente presentano preferenze per il rischio diverse. Un'altra questione di rilievo è quella nota come "problema dell'agenzia", che si riferisce alla possibilità che coloro che agiscono per conto del *principal* possano adottare comportamenti che non sono allineati agli interessi del principale stesso, proprio perché i loro obiettivi sono differenti (Dalton et al., 2007). Infatti, se il principale e l'agente si adoperano entrambi per massimizzare i propri interessi personali in questa relazione, allora l'agente non sempre potrebbe agire nel migliore interesse del

<sup>3</sup> In questa prospettiva, emerge come la dinamica tra agente e *principal* sia delineata da cinque elementi fondamentali. Innanzitutto, si configura la presenza di un obiettivo finale desiderato dal principale, il quale rappresenta la spinta motrice dell'intera relazione. A seguire, le azioni messe in atto dall'agente si rivelano decisive nell'influenzare i risultati che il principale auspica raggiungere. Tuttavia, non possiamo trascurare la complessa varietà di sfide che possono emergere nella sfera degli *agenti*, quali ad esempio, la possibile insorgenza di comportamenti "pigri", questioni legate alla loro affidabilità o la delicata dimensione della fiducia. Un ulteriore fattore da considerare è rappresentato dalla presenza di variabili casuali, che operano al di là delle azioni dell'agente e che possono incidere sul raggiungimento degli esiti desiderati. Infine, il quinto elemento di rilevanza consiste nell'asimmetria informativa che caratterizza la dinamica tra il principale e l'agente (Petersen, 1993).

*principal* (Jensen e Meckling, 1976)<sup>4</sup>. In questa prospettiva, i ricercatori si sono concentrati principalmente su due aspetti fondamentali: innanzitutto, sull'identificazione delle circostanze in cui principale e agente perseguono obiettivi divergenti e, in secondo luogo, sulla descrizione dei meccanismi di *governance* che supervisionano e regolamentano questa discrepanza di interessi tra le parti. (Jensen, 1983).

Non di secondaria importanza, ai fini dell'inquadramento del presente studio, risulta essere la seconda prospettiva di analisi dei conflitti di agenzia (teoria dell'agenzia II) (Claessen et al., 2002). Questa seconda declinazione dell'approccio teorico in parola focalizza l'attenzione sull'interpretazione del conflitto tra gli azionisti di controllo e le minoranze. La letteratura, infatti, individua la possibilità da parte dei soci maggioritari di una data entità aziendale di estrarre, grazie al potere strategico loro attribuito dall'assetto proprietario e dalla struttura di *governance* intesa in senso più ampio, i cosiddetti benefici privati del controllo (Dick e Zingales, 2004) che, come noto, possono andare a detrimento delle minoranze (Bernini, 2011).

In accordo con il quadro delineato, gli studi sulle SPAC hanno analizzato con particolare attenzione la configurazione della *governance* associata a tali entità, mettendo in luce complessità specifiche che si manifestano durante il loro ciclo di vita (ad esempio, D'Alvia, 2020; Nillson, 2018). Questo ha suscitato interesse per ulteriori ricerche nell'ambito della teoria dell'agenzia, rappresentando un'importante area di studio per futuri contributi scientifici. In particolare, i conflitti di agenzia possono sorgere in ogni fase operativa, richiedendo pertanto che tutti gli attori coinvolti siano pienamente consapevoli di tali rischi potenziali e valutino con attenzione l'implicazione che essi possono avere sulla creazione e distribuzione del valore. In particolare, la teoria dell'agenzia contribuisce a esplorare i potenziali conflitti di interesse che possono sorgere tra gli investitori e i soci fondatori durante la fase di IPO e gestione della SPAC, nonché tra questi ultimi e i proprietari dell'azienda target durante la fase di BC e la successiva gestione della nuova entità<sup>5</sup>. Que-

<sup>4</sup> In questo scenario, i costi di agenzia possono derivare da diverse fonti: selezione avversa, specificazione errata delle preferenze del principale, definizione errata degli incentivi, rischio morale, accordi collaterali, monitoraggio, assicurazioni e l'impiego di agenti per supervisionare altri agenti (Shapiro, 2005).

<sup>5</sup> Una delle particolarità degne di nota in questo contesto è che, mentre nell'ambito aziendale la seconda prospettiva sui conflitti di agenzia si concentra sui potenziali "danni" per le minoranze, nel caso delle SPAC emerge un ulteriore aspetto legato alla possibilità che questa prospettiva sia "rovesciata". Ciò avviene con riferimento alla cosiddetta "fase di diluizione", in cui gli azionisti originari della SPAC (*SPAC founder e market shareholder*), che costituiscono la parte minoritaria della struttura proprietaria della società risultante dalla BC, possono ottenere vantaggi esclusivi. In questo contesto, dunque, i benefici privati non si limitano esclusi-

sta prospettiva rappresenta quindi un punto di vista cruciale per esaminare il fenomeno delle SPAC, considerando sia i benefici che i costi per i diversi attori coinvolti, al fine di individuare una dinamica operativa virtuosa in grado di fungere da catalizzatore per allineare gli interessi tra azionisti e *manager*, nonché tra le diverse categorie di azionisti, contribuendo così alla creazione di valore a vantaggio di tutte le parti coinvolte.

### 2.1.2. Metodologia e metodi di ricerca

Dopo aver esaminato l'impostazione teorica che impronta la ricerca in oggetto, in questo paragrafo si vuole approfondire la relazione che intercorre tra metodologia di ricerca e metodi impiegati, a livello empirico, per validare gli aspetti teorici. La metodologia di ricerca può essere definita come *“la strategia, il piano di azione o processo nella scelta e nell'uso di particolari metodi ed il collegamento di questi con gli output desiderati”*, mentre i *“metodi”* possono essere intesi come *“le tecniche e le procedure utilizzate per acquisire e analizzare i dati in relazione alle domande di ricerca ed alle ipotesi”* (Crotty, 2003, p.3)<sup>6</sup>. La metodologia di ricerca definisce, dunque, *“la logica in base alla quale si acquisisce la conoscenza relativa al fenomeno in esame e stabilisce l'utilizzo di determinate tecniche o procedure utilizzate per raccogliere e analizzare i dati”* (Corbetta, 2003, p. 7). In questa cornice, si osserva tradizionalmente una distinzione tra due approcci alla ricerca: quello quantitativo, che discende dal positivismo e neopositivismo, e quello qualitativo, che discende dall'interpretativismo. Nell'approccio quantitativo, la ricerca è strutturata in fasi logicamente sequenziali secondo un'impostazione deduttiva (teoria ed ipotesi precedono l'osservazione), con l'intento di sostenere la teoria precedentemente formulata. L'oggetto dell'analisi è rappresentato da variabili al fine di spiegarne la variazione (varianza), mediante l'impiego di tecniche matematico-statistiche, al fine di individuare leggi che

vamente alle maggioranze azionarie (i *target shareholder*), ma si estendono anche alla prospettiva degli azionisti di minoranza (SPAC *shareholder*).

<sup>6</sup> Con riferimento alla relazione tra metodologia di ricerca e metodi impiegati, in generale, è possibile individuare due approcci distinti nel modo di conoscere la realtà sociale: il primo cosiddetto *“Nomotetico”*, afferente ad una posizione di tipo positivista, che presenta una tendenza a generalizzare, tipica delle scienze naturali, nel tentativo di derivare leggi che spiegano i fenomeni in maniera oggettiva, focalizzandosi sull'impiego sistematico di tecniche e protocolli nel processo di costruzione e test delle ipotesi; il secondo cosiddetto *“idiografico”*, prevede che il mondo sociale possa essere conosciuto solo attraverso l'indagine della conoscenza del soggetto, e questa debba essere generata attraverso l'osservazione minuziosa della vita quotidiana per trarne un quadro complessivo (Burrell e Morgan, 1979).

siano generalizzabili. Nell'approccio qualitativo, la relazione tra teoria e ricerca è aperta ed interattiva, secondo un processo di induzione (la teoria emerge dall'osservazione). L'oggetto dell'analisi è rappresentato dal "caso" nella sua interezza, al fine di comprendere l'agire dell'"attore sociale" attraverso l'impiego di tecniche qualitative (Corbetta, 2003). In tal senso, si afferma che vi sia la presenza di un legame gerarchico tra gli aspetti filosofici e metodologici, dove le assunzioni ontologiche ed epistemologiche informano l'impiego di metodi quantitativi o qualitativi. Secondo questo punto di vista, molti studiosi positivisti ritengono che la ricerca qualitativa (ed i suoi metodi) debba essere collocata in un contesto esplorativo prescientifico, assolvendo una funzione di analisi preliminare alla vera e propria ricerca scientifica (Corbetta, 2003). In questo ambito ricadono tradizionalmente le ricerche basate sulla "*Resource-based view*" e sulla "teoria dell'agenzia", le quali prediligono l'impiego di metodi quantitativi. Sebbene una simile impostazione sembri lasciare poco spazio all'applicazione di strumenti considerati qualitativi nell'ambito del paradigma funzionalista (e dunque delle teorie sopra richiamate), alcuni autori sostengono come "*la distinzione tra ricerca qualitativa e ricerca quantitativa sia una questione di puro carattere tecnico, dove la scelta tra l'una e l'altra ha a che fare solo con la sua adeguatezza a rispondere al particolare problema posto dalla ricerca*" (Yin, 2014). In particolare, con riferimento al metodo di ricerca del caso di studio, applicato in questa sede, diversi autori sostengono che esso sia compatibile con una molteplicità di visioni epistemologiche. In particolare, nell'ambito del paradigma funzionalista, Yin (2014) rinnega una visione gerarchica delle strategie di ricerca, secondo cui il metodo del caso di studio debba essere impiegato in analisi di tipo esplorativo, lasciando ad altri metodi le fasi descrittive ed esplicative del fenomeno. Egli sottolinea come una visione inclusiva e pluralista, che consideri ogni strategia come utilizzabile per i diversi scopi di analisi (esplorativo, descrittivo ed esplicativo), sia invece più appropriata (Yin, 2014). In questa prospettiva, dunque, il metodo del caso di studio trova applicazione quando "*domande di ricerca di tipo "come" e "perché" sono poste su eventi contemporanei sui quali l'investigatore non ha alcun controllo*" (Yin, 2014), con una funzione che può essere molteplice: esplorativa, descrittiva o esplicativa.

Con riferimento alla ricerca proposta nel presente lavoro, la scelta del metodo del caso di studio è legata alla necessità di indagare in profondità, secondo una visione sistemica, gli aspetti strategici di gestione del valore, andando a studiare i *driver* del valore che interessano l'*entità aziendale* e i diversi *azionisti*, codificando il percorso di vita della SPAC secondo una mappatura per fasi. In particolare – sebbene la letteratura di stampo accade-

mico e consulenziale nell'ambito delle SPAC fornisca, attraverso un approccio sia normativo che empirico, una descrizione meticolosa del concetto e delle sue caratteristiche – la letteratura non approfondisce gli aspetti di creazione e gestione del valore nelle diverse fasi di vita della SPAC. A tal proposito, riteniamo che una ricerca basata sul caso di studio offra, da un lato, un maggior grado di approfondimento sulle presunte relazioni causali tra le risorse fornite dalla SPAC e la creazione di valore dell'azienda *target* e, dall'altro, su come essa consenta di remunerare i diversi attori coinvolti (*promoter*, investitori ed azienda *target*).

L'impiego del caso di studio non è, specialmente nell'ambito degli studi positivisti, esente da critiche. In particolare, una delle maggiori critiche mosse da parte dei metodologi tradizionali riguarda la generalizzabilità dei suoi risultati, la quale è messa in discussione sia per il fatto di procedere con l'analisi di uno o pochi casi, sia perché questi ultimi sono scelti senza l'utilizzo di metodi rigorosi. Sotto il primo aspetto, i ricercatori in campo qualitativo sottolineano come esista una logica di generalizzabilità differente tra i metodi quantitativi ed il metodo del caso di studio: nel primo caso si parla di generalizzazione “statistica”, nel secondo di generalizzazione “analitica”. Infatti, mentre gli studi quantitativi si basano sulla costruzione di un campione probabilistico e sull'inferenza statistica, i metodi qualitativi fondano la propria generalizzazione sullo sviluppo di una formulazione teorica che funga da modello da comparare con i risultati empirici. Un'altra delle principali critiche rivolte alla metodologia dei casi di studio riguarda la scarsità di rigore, dovuta alla mancanza di procedure specifiche come previste invece nella metodologia quantitativa. A tal proposito, risulta necessario innanzitutto definire un processo di ricerca utile ad esplicitare la sequenza logica che consente di connettere le domande di ricerca iniziali ai dati empirici, nonché alle conclusioni finali. Per questo, nel presente lavoro, la prima fase di definizione del progetto di ricerca (o *research design*) (Yin, 2014) è stata caratterizzata, in primo luogo, dall'analisi della letteratura sia concettuale (relativa a concetti e teorie) che empirica sull'argomento, in base alla quale si è proceduto all'individuazione delle domande di ricerca ed al campo “empirico” nel quale verificare le principali proposizioni. In tal senso, la scelta del caso di studio risulta inoltre legata al razionale del “*critical case*”, secondo cui un singolo caso di studio può essere usato per determinare se le proposizioni teoriche possono essere corrette o se alcune possono essere considerate più rilevanti (Yin, 2014). Al fine di assicurare la portata scientifica della ricerca qualitativa, nello svolgimento delle diverse fasi del progetto sono state considerate le “direttive” suggerite da Yin (2014), relativamente a quattro

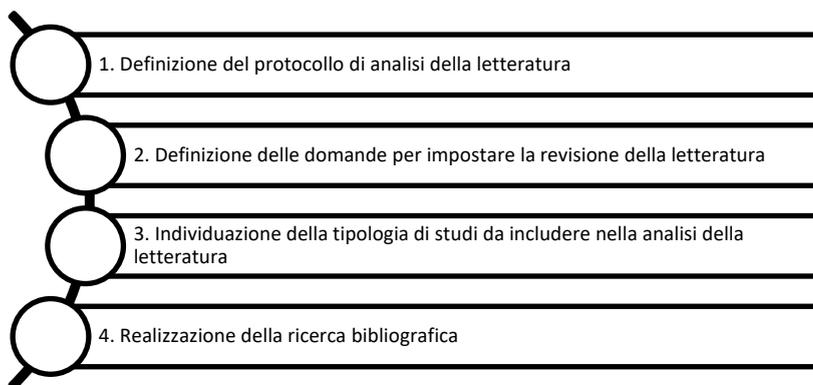
attributi chiave: la validità del costrutto, la validità interna, la validità esterna e l'affidabilità (*reliability*).

## 2.2. L'analisi della letteratura

Il presente paragrafo è dedicato alla descrizione dettagliata del percorso di indagine seguito per condurre l'analisi della letteratura sul tema in oggetto. In particolare, il nostro studio si è fondato su una revisione della letteratura definita "*strutturata*", secondo il modello definito da Massaro et al. (2016). Nel panorama delle metodologie di analisi della letteratura, è possibile individuare diverse tipologie, ognuna con le proprie peculiarità. Tra queste metodologie, possiamo citare l'analisi rapida, tradizionale, narrativa, sistematica e strutturata. Queste possono essere suddivise sulla base del livello di rigore metodologico che implicano. Mentre, da un lato, la revisione definita come "rapida" si presenta come un approccio meno vincolato da rigorose regole metodologiche, dall'altro, l'analisi strutturata emerge come un metodo che impone maggiore rigore e coerenza nell'applicazione delle regole. In generale, la tecnica di revisione della letteratura più diffusa è quella tradizionale in base alla quale il ricercatore seleziona, riassume e interpreta i precedenti contributi in modo soggettivo (Denyer e Tranfield, 2006: p. 216). Pertanto, anche se la revisione di natura tradizionale si basa sulle capacità del ricercatore e sulla conoscenza ben radicata di un argomento, è soggettiva e, di conseguenza, potrebbe non essere completa o equilibrata nella selezione e nell'uso del materiale di discussione (Petticrew e Roberts, 2008).

Dal momento che l'obiettivo del presente paragrafo è tracciare, in modo rigoroso, un'analisi delle ricerche che hanno indagato i vari aspetti caratterizzanti l'esistenza e l'operatività della SPAC, l'analisi della letteratura strutturata può essere ritenuta il metodo più adatto (Cinquini et al., 2018). In particolare, i passaggi adottati ai fini dell'analisi della letteratura, secondo quanto proposto da Massaro et al. (2016), sono i seguenti: definizione del protocollo di analisi della letteratura; definizione delle domande per impostare la revisione della letteratura; individuazione della tipologia di studi da includere nella analisi della letteratura; realizzazione della ricerca bibliografica (figura 1). Nei sottoparagrafi che seguono saranno illustrate le fasi sopra menzionate.

Fig. 1 – Il processo di analisi della letteratura secondo l’approccio “strutturato”.



Fonte: propria elaborazione.

### 2.2.1. Definizione del protocollo di revisione della letteratura

La definizione del protocollo di ricerca consiste in una descrizione dettagliata della procedura che il ricercatore deve seguire per eseguire la revisione della letteratura. Tale procedura può includere, tra gli altri, l’obiettivo, le domande della revisione, il metodo da utilizzare, i tipi di studio da considerare e l’approccio da utilizzare nell’analisi e nella sintesi. In particolare, l’obiettivo della presente revisione della letteratura è, come detto, da un lato, tracciare in modo rigoroso l’attuale letteratura economico-aziendale nell’ambito delle SPAC e, dall’altro, rilevare possibili sviluppi futuri di ricerca in questo campo. Pertanto, al fine di minimizzare il rischio di tralasciare alcuni articoli rilevanti, gli autori hanno deciso di effettuare una prima selezione di articoli sulla base di criteri di ricerca molto ampi, affinando la selezione degli articoli in passaggi successivi.

Questo implica, come esamineremo in dettaglio nei paragrafi successivi, che in una prima fase, denominata “ricerca ampia”, si procede alla ricerca delle parole chiave all’interno dell’intero testo dell’articolo, senza limitazioni legate alla tipologia di riviste scientifiche da considerare. Pertanto, in questa fase iniziale, la ricerca non è circoscritta ai soli ambiti riferibili alla disciplina economico-aziendale. Successivamente, si procede ad una selezione iniziale che potremmo definire “preliminare”. Questa selezione implica l’analisi dei titoli e degli *abstract* delle pubblicazioni scientifiche di-

sponibili, con l'obiettivo di individuare quelle rilevanti ai fini dell'analisi ed in linea con gli scopi della ricerca. Infine, si giunge ad una "selezione finale" che prevede un'analisi approfondita delle pubblicazioni scientifiche individuate.

### *2.2.2. Definizione degli obiettivi della revisione della letteratura*

Gli scopi dell'analisi della letteratura possono essere sintetizzati secondo tre punti principali: descrivere l'attuale *corpus* di letteratura sulle SPAC (si veda il successivo paragrafo 2.3), identificare il contenuto e i possibili *gap* nell'attuale letteratura (si veda il successivo paragrafo 2.4) e, coerentemente con i passaggi precedenti, definire possibili percorsi di sviluppo futuro (si veda il successivo paragrafo 2.5). Per quanto concerne il primo di questi obiettivi, ci interroghiamo su quali siano i tratti salienti del *corpus* di letteratura relativo a questa tematica. In tal senso, l'analisi della letteratura si configura come un processo di sintesi di articoli selezionati, attraverso i quali emergono e vengono censiti aspetti quali autori, anno della rivista, ambiti di studio, teorie adottate, metodologia di ricerca e i principali risultati ottenuti (come mostrato nell'appendice 1 del presente capitolo). Il secondo obiettivo dell'analisi svolta mira a sviluppare alcune considerazioni sulle attuali conoscenze (Alvesson e Deetz, 2000). In tal senso, ci chiediamo quali siano le principali lacune presenti nella letteratura economico-aziendale sulle SPAC. Infine, il terzo obiettivo, coerentemente con il punto precedente, mira a definire possibili percorsi di sviluppo dell'attuale *corpus* di letteratura. Mediante lo svolgimento di questi tre passaggi concludiamo il capitolo evidenziando le domande di ricerca di questo studio.

### *2.2.3. Individuazione della tipologia di studi da includere nella analisi della letteratura e sviluppo della ricerca*

Al fine di definire il tipo di studi da includere nella revisione della letteratura, in primo luogo, sono state individuate le parole chiave. In particolare, per non compromettere l'ampiezza della ricerca, abbiamo utilizzato la seguente parola chiave: "*Special Purposes Acquisition Compan\**". La ricerca è stata effettuata su alcune delle banche dati più complete e rilevanti nel panorama dell'economia aziendale: *Scopus* e *Business Source Complete* (EB-

SCO)<sup>7</sup>. La fase di ricerca delle pubblicazioni scientifiche si è svolta in tre diversi passaggi per arrivare alla selezione finale da includere nella revisione della letteratura. Il primo passaggio, denominato “ricerca ampia” è consistito nel ricercare la parola chiave in “tutto il testo” senza alcuna limitazione delle riviste da includere nella ricerca<sup>8</sup>. Pertanto, in questa fase, la ricerca non si è limitata agli studi economico-aziendali. La tabella 1 rappresenta questo primo passaggio, elencando i risultati di ciascun *database* e quello congiunto dei due dopo l’eliminazione dei duplicati.

Tab. 1 – Risultati della “ricerca ampia”

<b>Database</b>	<b>Risultato</b>
SCOPUS	41
EBSCO	114
Totale	164
<b>Totale (al netto dei duplicati)</b>	<b>69</b>

Il secondo passaggio, denominato “selezione preliminare”, consiste nell’analisi del titolo e dell’abstract delle pubblicazioni scientifiche disponibili e nella selezione di quelle rilevanti coerentemente con gli obiettivi dell’analisi. Questo passaggio ha portato alla selezione di 39 pubblicazioni scientifiche (Tabella 2).

Tab. 2 – Risultati della “selezione preliminare”

	<b>Totale</b>
Totale pubblicazioni scientifiche trovate	69
Pubblicazioni scientifiche non rilevanti ai fini della ricerca	30
<b>Totale pubblicazioni scientifiche rilevanti</b>	<b>39</b>

Il terzo e ultimo passaggio, noto come “selezione finale”, ha richiesto un’approfondita analisi dell’intera pubblicazione scientifica, portando ad una selezione di 33 pubblicazioni scientifiche (Tabella 3).

<sup>7</sup> Considerando il contesto italiano come scenario principale della ricerca, abbiamo ampliato il campo di indagine integrando un ulteriore passo metodologico. In particolare, abbiamo condotto una ricerca aggiuntiva all’interno del sistema bibliotecario di Ateneo, mirata a identificare pubblicazioni accademiche nazionali pertinenti sul tema delle SPAC. Questo approfondimento è stato implementato al fine di arricchire la nostra comprensione e contestualizzazione della SPAC oggetto di studio. I risultati di questa ricerca sono dettagliatamente riportati nell’Appendice 2 del presente capitolo.

<sup>8</sup> Sono stati inclusi esclusivamente gli articoli scientifici in lingua inglese che risultavano pubblicati su riviste presenti nel “*Academic Journal Guide 2018*”.

Tab. 3 – Risultati della selezione finale

	<b>Totale</b>
Totale pubblicazioni scientifiche rilevanti (selezione preliminare)	39
Pubblicazioni scientifiche non rilevanti ai fini della ricerca (selezione finale)	6
<b>Totale pubblicazioni scientifiche rilevanti (selezione finale)</b>	<b>33</b>

### 2.3. Analisi descrittiva della letteratura rilevante

In quest paragrafo si forniscono alcuni dati descrittivi degli articoli raccolti durante la fase precedente. I 33 articoli considerati (consultare Appendice 1) sono stati pubblicati in 22 riviste specializzate nei settori dell’Economia e della Finanza, dell’Economia Aziendale, del Management e della Giurisprudenza (Tabella 4).

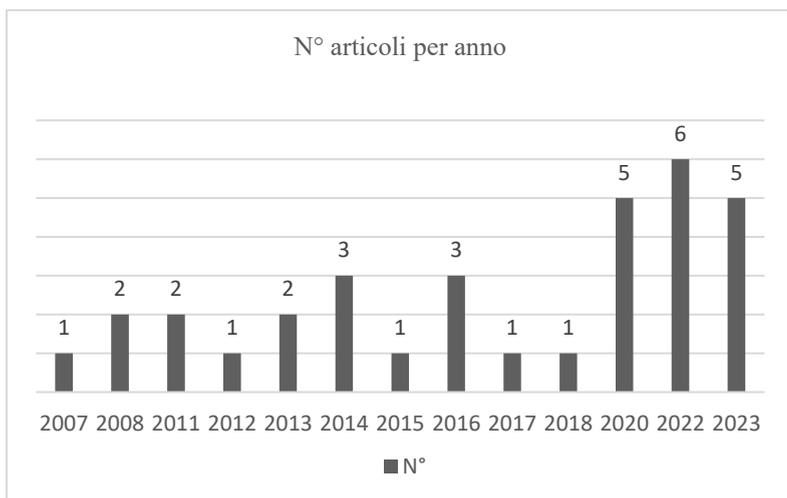
Tab. 4 – Distribuzione degli articoli in relazione alle riviste

<b>N°</b>	<b>Rivista</b>	<b># articoli</b>
1	Journal of Corporate Finance	4
2	Finance Research Letters	4
3	Journal of Applied Corporate Finance	2
4	Management Science	2
5	European Financial Management	2
6	The Journal of Private Equity	2
7	Managerial Finance	2
8	Journal of Banking Regulation	1
9	Journal of Banking & Finance	1
10	Journal of Accounting and Economics	1
11	Economics letters	1
12	The Journal of Corporate Accounting & Finance	1
13	International Journal of Financial Studies	1
14	Advances in Financial Economics	1
15	International Review of Finance	1
16	North American Journal of Economics and Finance	1
17	European Business Organization Law Review	1
18	Global Finance Journal	1
19	Journal of Multinational Financial Management	1
20	Northwestern Journal of International Law & Business	1
21	EconStor Preprints	1
22	Journal of Risk and Financial Management	1

Fonte: produzione propria.

L'elevato numero di articoli selezionati nel processo di revisione evidenzia un crescente interesse nel tema delle SPAC nel corso degli anni (vedi Figura 2). Tuttavia, il limitato numero di articoli rilevanti selezionati, nonostante il diffuso processo di ricerca (si veda Sezione Metodologia) e l'importanza delle SPAC (si veda Capitolo 1), suggerisce altresì che vi siano ampie opportunità di sviluppo della ricerca in questo settore.

Fig. 1 – Distribuzione degli studi sulle SPAC per anno di pubblicazione



Fonte: produzione propria.

In termini di metodologie di pubblicazione, emerge che l'approccio quantitativo, con particolare enfasi sull'analisi dei dati di archivio, risulta essere il più comune, con un totale di 26 articoli. Gli studi di caso singolo e multiplo sono anch'essi impiegati, con un totale di 3 articoli. Tuttavia, non si è riscontrata la presenza di articoli dedicati alle revisioni della letteratura e allo sviluppo di quadri teorici tra quelli analizzati. Per un dettaglio completo sui metodi di ricerca utilizzati e sul relativo numero di articoli, si rimanda alla Tabella 5.

Tab. 5 – Distribuzione del numero di articoli per metodi di ricerca utilizzati

<i>Metodo di ricerca</i>	<i># di articoli</i>
Quantitativo (Dati di archivio, <i>survey</i> , ecc.)	26
Qualitativo (Caso di studio singolo o multiplo)	3
<i>Framework</i> teorici	0
Revisione della letteratura	0
Altro	4

*Fonte:* produzione propria.

Per quanto riguarda il contesto di ricerca, la Tabella 6 presenta un elenco degli ambiti geografici e la loro frequenza nei documenti selezionati. Risulta evidente che la ricerca sulle SPAC è più diffusa negli Stati Uniti, dove circa l'80% dei 33 documenti selezionati ha origine. Altri contesti presi in considerazione includono la Corea (2 articoli), la Cina (1 articolo) e studi multi-paese (4 articoli). Questo dato potrebbe indicare la necessità di approfondire ulteriormente il tema delle SPAC nel contesto europeo, con particolare riguardo all'Italia.

Tab. 6 – Elenco degli ambiti geografici e la frequenza nei documenti selezionati

<i>Contesto di ricerca</i>	<i># di articoli</i>
Stati Uniti	26
Multinazionale	4
Corea	2
Cina	1

*Fonte:* produzione propria.

Il fenomeno delle SPAC ha suscitato l'interesse di numerosi studiosi, sia nell'ambito accademico che in quello professionale, con conseguente proliferazione di pubblicazioni che si concentrano su diverse aree di ricerca e tematiche. A questo proposito, la Tabella 7 illustra come gli studi analizzati siano suddivisi principalmente in tre aree di studio: Economia Aziendale, Economia e Finanza, e Giuridica.

Tab. 7 – Campo di studio delle pubblicazioni analizzate

Tematica (campo di studio)	# di articoli
Economia e finanza	23
Economia Aziendale	6
Giuridico	4

Fonte: produzione propria.

La letteratura selezionata mette in luce come, sin dalle prime pubblicazioni sul tema, il fenomeno delle SPAC abbia generato un crescente interesse nei tre ambiti. In particolare, gli studi nel campo *giuridico* hanno permesso di comprendere l'evoluzione storica delle SPAC, le loro caratteristiche strutturali, i conflitti di interesse ad esse associati e l'evoluzione normativa finalizzata a tutelare gli interessi degli investitori e del mercato dei capitali in generale (per esempio: Hale, 2007; Schumacher, 2020; Nillson, 2018; D'Alvia, 2019).

La letteratura *economica e finanziaria* ha approfondito il tema delle performance dei titoli delle SPAC, sia nel breve periodo (ad esempio, al momento dell'IPO e dell'annuncio della Business Combination) (per esempio: Boyer e Baigent, 2008; Rodrigues e Stegemoller, 2014), sia nel medio/lungo termine successivamente all'approvazione della Business Combination (ad esempio, Jenkinson e Sousa, 2011; Floros e Sapp, 2011; Kolb e Tikvova, 2016; Kiesel et al., 2022). Inoltre, alcuni articoli in questo contesto esaminano le performance analizzando i sottoinsiemi con focus geografico (Ignatyeva et al., 2013; Shachmurove e Vulcanovic, 2016; Lee et al., 2020) o settoriale (Shachmurove e Vulcanovic, 2015).

Infine, la letteratura *economico-aziendale* ha approfondito svariati temi gestionali ed organizzativi, spesso legati agli aspetti di *governance*, evidenziando alcune delle peculiarità delle SPAC che possono influenzare le *performance*: le caratteristiche degli investitori (ad esempio, Howe e O'Brian, 2012), gli aspetti contrattuali e la pressione sul *management* (ad esempio, Dimitrova, 2017), l'indipendenza del consiglio di amministrazione (ad esempio, Howe e O'Brian, 2012) e le caratteristiche del *management* (ad esempio, Howe e O'Brian, 2012; Cumming et al., 2014; Lakicevic et al., 2014).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Oltre all'analisi della letteratura sintetizzata nel presente capitolo, gli autori hanno condotto un'ulteriore ricognizione della letteratura nazionale riguardante le SPAC (si veda l'Appendice 2). Questo ampliamento della ricerca è stato realizzato con l'obiettivo di valorizzare il contributo che la letteratura italiana può offrire per una più chiara identificazione delle peculiarità del contesto in cui operano le SPAC. Tale letteratura è stata impiegata per arricchire ulteriormente la discussione del presente manoscritto.

## 2.4. Analisi sistematica della letteratura rilevante

Lo scopo di questo paragrafo è esplorare la letteratura scientifica relativa alle SPAC, fornendo una descrizione degli articoli selezionati. Nel corso dell'analisi, gli autori hanno individuato diverse tematiche chiave che emergono in modo ricorrente nei vari contributi. La varietà di argomenti affrontati nella letteratura rispecchia la complessità e l'importanza crescente delle SPAC nel contesto finanziario contemporaneo.

Innanzitutto, una delle tematiche centrali riguarda il *processo di formazione* e la *struttura* delle SPAC. Gli articoli selezionati forniscono una panoramica dettagliata sulla costituzione di SPAC, evidenziando i meccanismi legali, finanziari e organizzativi coinvolti. In questo contesto, diversi studi hanno esplorato le caratteristiche distintive delle SPAC attraverso il confronto con strumenti finanziari simili, allo scopo di evidenziare i pro e i contro di questo veicolo d'investimento. In particolare, la maggior parte di tali studi si è focalizzata sul confronto tra le SPAC e le tradizionali IPO. Tra i benefici principali, si sottolinea come la quotazione tramite SPAC sia particolarmente adatta per aziende in situazioni "complesse", come nel caso di imprese di piccole e medie dimensioni che faticano ad attrarre l'interesse attraverso le IPO tradizionali, così come per quelle società che non dispongono di acquirenti strategici (Berger, 2008; Hale, 2007; Schumacher, 2020). Inoltre, la letteratura evidenzia come questa modalità metta a disposizione l'*expertise* gestionale degli sponsor, che spesso sono dirigenti esperti, investitori privati o gestori di fondi alternativi di investimento (Berger, 2008; Hale, 2007; Schumacher, 2020). Un altro vantaggio rilevante è la possibilità per gli azionisti dell'azienda quotata di ottenere liquidità immediata dalle loro partecipazioni (Kolb e Tykvova, 2016), riducendo al contempo l'impatto del contesto di mercato sul processo di quotazione (Kolb e Tykvova, 2016). D'altra parte, tra gli svantaggi associati alla quotazione tramite SPAC, emergono questioni come la diluizione derivante dalla conversione dei warrant, la necessità di ottenere l'approvazione degli investitori della SPAC per procedere con la BC, il rischio di essere coinvolti in aste competitive per le aziende target e i lunghi tempi necessari per la conclusione della BC (Berger, 2008).

Ulteriori ricerche hanno focalizzato la propria attenzione sull'evoluzione della regolamentazione delle SPAC, fornendo un quadro del loro sviluppo dalla creazione fino ai tempi contemporanei. Questi studi hanno come obiettivo principale la descrizione delle modifiche normative che hanno promosso la diffusione delle SPAC e delle possibili prospettive future. Ad esempio, a livello internazionale, D'Alvia (2020) ha condotto una dettagliata analisi sto-

rica della normativa delle SPAC, partendo dalle loro origini fino alla formulazione di una concezione moderna. Inoltre, il suo studio ha approfondito la comparazione normativa tra i mercati statunitensi e i nuovi modelli di SPAC recentemente emersi (ad esempio, la *Bursa Malaysia*, la *Toronto Stock Exchange* e la *Korea Exchange*). Sul piano nazionale, numerosi studi, tra cui Fumagalli (2014), Garramone (2020), Gigante e Conso (2019), e Tasca e Giacometti (2020), si sono concentrati sul confronto tra il modello delle SPAC in Italia e negli USA. Ad esempio, Tasca e Giacometti (2020) esplorano le SPAC attraverso varie angolazioni - fenomenologiche, storiche, culturali ed economiche - evidenziando come negli USA la maggiore flessibilità legislativa abbia favorito la loro espansione. Garramone (2020) poi sottolinea le riforme legislative che hanno alleggerito le limitazioni sulle SPAC, agevolandone lo sviluppo, come la possibilità per i fondatori di riacquistare azioni da soci dissidenti, l'incremento dei fondi IPO in conti *escrow* per garantire l'allineamento degli interessi tra investitori e *management*, e aggiustamenti nella remunerazione dei soci fondatori.

Un'altra tematica di notevole importanza riguarda l'analisi delle performance delle SPAC come veicolo finanziario innovativo. In termini generali, l'obiettivo principale di questi studi consiste nel confrontare questa forma di investimento con strumenti finanziari simili e valutarne il loro *appeal* agli occhi degli investitori. In particolare, questi studi hanno confrontato le performance delle SPAC con quelle delle IPO tradizionali, delle fusioni inverse tipiche e del mercato azionario, rivelando che, nella maggior parte dei casi, le SPAC tendono a registrare rendimenti inferiori rispetto alle loro controparti. Per esempio, Dimitrova (2017) ha esaminato le performance delle SPAC al momento dell'annuncio della BC e nel lungo termine. I risultati dello studio mostrano come, benché le BC annunciate dalle SPAC ricevano tipicamente una risposta positiva dal mercato al momento dell'annuncio, nel lungo termine queste acquisizioni tendono a registrare rendimenti inferiori rispetto alle IPO tradizionali. Ancora, Kiesel et al. (2022), esaminando i rendimenti sia nel breve periodo, all'annuncio della BC, che nel lungo termine, con un focus sui periodi di 12, 18 e 24 mesi successivi alla BC, evidenzia che, in media, le SPAC manifestano rendimenti anomali positivi al momento dell'annuncio della fusione. Tuttavia, nel lungo termine, le SPAC tendono a sottoperformare rispetto all'andamento generale del mercato. Ancora, una ricerca condotta da Floros e Sapp (2011) ha indagato le performance delle SPAC rispetto alle fusioni inverse tradizionali, constatando che le SPAC tendono a mostrare risultati inferiori durante le diverse fasi del loro ciclo di vita. In particolare, i risultati evidenziano rendimenti modesti post-IPO per le SPAC, nonostante le reazioni generalmente positive agli annunci di BC. Tut-

tavia, una volta completata la BC, si registra un marcato calo dei rendimenti, suggerendo una possibile erosione del valore. Le società che riescono a superare questa fase presentano un declino progressivo dei rendimenti, culminando in prestazioni deludenti sul lungo termine. In aggiunta, Kolb e Tykvova (2016) hanno evidenziato che la quotazione attraverso SPAC è associata a *performance* a lungo termine notevolmente inferiori rispetto al mercato, all'industria e alle aziende di dimensioni simili con rapporti tra valore contabile e valore di mercato comparabili, dal momento che le SPAC attraggono aziende considerate meno interessanti in termini di potenziale crescita di valore economico, rispetto a quelle che scelgono la via tradizionale dell'IPO. Altri studi mostrano risultati contrastanti rispetto ai precedenti. Ad esempio, la ricerca condotta da Boyer e Baigent (2008) sugli indicatori chiave delle prestazioni delle SPAC, quali i rendimenti del primo giorno e del primo anno dall'IPO, il volume delle transazioni, ecc., evidenzia una variazione nei rendimenti per gli investitori rispetto al mercato, a seconda del periodo storico considerato. Un altro contributo di Kim et al. (2020), che si concentra specificamente sul contesto coreano, mostra che le performance di mercato e operative delle aziende oggetto di fusione con le SPAC sono simili a quelle delle aziende quotate in borsa nell'arco del primo anno dopo la quotazione.

Nel contesto dell'indagine sulle performance, diverse ricerche hanno indagato l'effetto che specifiche caratteristiche proprie delle SPAC, ritenute potenzialmente influenti, possono avere sulle loro prestazioni complessive. Tra gli elementi classificati come determinanti negative della performance, si includono: la dimensione della SPAC in termini di risorse finanziarie raccolte dall'IPO (Akdogu et al., 2022), un ridotto periodo residuo tra l'individuazione del *target* e la scadenza della SPAC (Akdogu et al., 2022; Kiesel et al., 2022; Dimitrova 2017), la definizione a priori del settore di appartenenza del *target* (Akdogu et al., 2022), costi di transazione della BC più elevati (Vulanovic, 2016), l'orientamento verso società estere rispetto alla nazionalità della SPAC (Vulanovic, 2016), la presenza di commissioni differite (Dimitrova, 2017; Vulcanovic, 2016), e acquisizioni con un valore di mercato prossimo alla soglia minima richiesta (Dimitrova, 2017; Kiesel et al., 2022). Gli aspetti che, al contrario, hanno dimostrato di esercitare un impatto positivo sulle performance delle SPAC includono: l'aumento del coinvolgimento pre-BC da parte dei fondatori e degli underwriters (Vulanovic, 2016; Dimitrova, 2017); una performance post-BC ad un anno positiva (Vulanovic, 2016); la partecipazione di società corporate o investitori istituzionali, come ad esempio le società di private equity, nelle società target (Williams, 2023).

Un'altra area di studio si è dedicata all'esplorazione di come differenti fattori istituzionali possano incidere sulle caratteristiche e le performance delle SPAC. Per esempio, Ignatyeva et al. (2013), confrontando il mercato europeo con quello statunitense, mostrano che alcune caratteristiche delle SPAC europee, come il numero e il valore delle aziende *target*, i vincoli temporali e i diritti di voto degli azionisti, differiscono in qualche misura rispetto a quelli della controparte statunitense. Inoltre, lo studio evidenzia come le SPAC europee non necessariamente acquisiscono aziende *target* europee e/o raccolgono capitali da investitori europei. Ancora, uno studio condotto da Shachmurove e Vulcanovic (2016) indica che le SPAC con un focus sulla Cina non presentano differenze significative nelle loro caratteristiche istituzionali rispetto ad altre SPAC. Inoltre, nonostante una diminuzione del valore delle SPAC cinesi in prossimità delle decisioni della SEC, i titoli delle SPAC focalizzate sulla Cina non mostrano una performance inferiore complessiva rispetto ai rendimenti delle altre SPAC. Al contrario, un investimento in un portafoglio equamente ponderato di SPAC con un focus sulla Cina fornisce rendimenti assoluti più elevati rispetto a un investimento in un portafoglio equamente ponderato delle restanti SPAC. Ancora, un recente studio condotto da Kang e Lee (2023) ha esaminato la *performance* delle SPAC classificate in base alla generazione, considerando una serie di interventi normativi successivi. Questa ricerca ha rivelato che le SPAC di generazioni più recenti hanno manifestato un tasso di successo nelle BC inferiore rispetto alle generazioni precedenti. Inoltre, tali SPAC hanno pagato un premio di fusione più sostanzioso e hanno richiesto un tempo maggiore per portare a termine il processo di BC. Ancora, i fondatori con maggiore esperienza hanno mostrato una minor propensione a garantire un accordo di fusione, ma al contempo sono stati inclini a pagare un premio più elevato qualora garantissero il successo di un accordo. Questi risultati sono congruenti con l'ipotesi che, a seguito delle modifiche normative, si sia verificato un aumento della concorrenza tra le SPAC per un limitato numero di *target* considerati adeguati alla fusione. Infine, uno studio condotto da Shachmurove e Vulcanovic (2015) fornisce un'analisi approfondita sulle caratteristiche distintive delle SPAC focalizzate sul settore marittimo, mettendo in luce come queste differiscano dalle SPAC che operano in altri settori. Queste si distinguono per le loro dimensioni maggiori, per la partecipazione di un numero più elevato di underwriter nei loro consorzi e per un più alto tasso di successo nelle BC. In aggiunta, si osserva che gli ideatori di tali SPAC tendono ad avere un'età inferiore rispetto a coloro che hanno istituito SPAC mirate ad altri settori.

Un altro filone di ricerca ha focalizzato l'attenzione sul tema della sostenibilità, con l'obiettivo di analizzare le sue conseguenze sulle prestazioni delle SPAC. Ad esempio, Datar et al. (2023) mette in luce come l'attenzione delle SPAC nei confronti delle aziende che investono in ambito delle tre direttrici ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) sembri costituire un fenomeno relativamente recente. Infatti, il 95% delle SPAC incentrate sull'ESG sono state fondate dopo il 2019. In particolare, la ricerca sottolinea che le SPAC legate all'ESG presentano capitalizzazioni di mercato superiori rispetto alle altre. Tuttavia, si osserva che, sebbene nel complesso le SPAC tendano ad acquisire aziende con risultati operativi scarsi, le acquisizioni mirate al perseguimento degli obiettivi ESG presentano prestazioni operative ancora più negative: investire in SPAC che acquisiscono aziende con un focus sull'ESG comporterebbe una perdita media aggiuntiva dell'11,6% nel corso dell'anno successivo alla BC. Ancora, Dimic et al. (2023a) documentano le peculiarità strutturali delle SPAC dedite a iniziative aziendali incentrate su obiettivi di "sostenibilità ambientale" nel periodo 2020-2022, comunemente conosciute come SPAC "green". In particolare, l'analisi mette in evidenza come la capacità di tali SPAC "green" di attrarre investimenti sia influenzata dalla borsa in cui vengono quotate, dal grado di specializzazione dei consulenti legali e dalle caratteristiche del loro amministratore delegato. Allo stesso tempo, la specializzazione dei consulenti legali delle SPAC incide sulla rapidità del processo di quotazione. In aggiunta, lo studio rileva che le SPAC "green" manifestano rendimenti positivi in occasione dell'annuncio della BC, mentre i rendimenti al momento della fusione sono generalmente negativi e presentano una tendenza al peggioramento nel lungo periodo. Ancora, Dimic et al. (2023b) si dedicano all'analisi delle *performance* delle SPAC che si concentrano sul settore dell'energia, mettendo in rilievo come la celerità del processo di conclusione della BC e l'impiego di *underwriter* esperti rappresentino indicatori primari di successo. Tuttavia, gli autori evidenziano come l'origine straniera dei CEO influisca negativamente sulle probabilità di successo.

Infine, un'ulteriore area di studio si focalizza sull'esame delle prestazioni delle SPAC, ponendo una specifica enfasi su diversi elementi legati alla gestione e all'organizzazione. Queste ricerche indagano approfonditamente le varie tappe del ciclo di vita delle SPAC, sottolineando aspetti gestionali di significativa importanza. In particolare, con riferimento alla fase di *costituzione* della SPAC, Haniffa et al. (2022) sottolinea il ruolo del capitale sociale come significativo elemento alla base del successo delle SPAC. In particolare, i risultati dell'analisi mettono in luce come il capitale sociale dei fondatori al momento della formazione del *team* di gestione sia una determinante

cruciale nella realizzazione di valutazioni elevate nell'ambito dell'IPO. In aggiunta, la capacità dei fondatori di attrarre i talenti più qualificati, che apportano un valore aggiunto al capitale relazionale preesistente, genera effetti positivi sulla capacità di accedere ad aziende *target* caratterizzate da notevoli barriere all'ingresso, una limitata dipendenza dai mercati finanziari e un *team* di gestione eccellente.

Con riferimento alla fase *post-IPO*, alcuni autori si sono focalizzati sul tema della ricerca di una società *target* da parte dell'*investment team* da proporre ai *market shareholder* affinché essi esprimano un voto in merito all'approvazione della BC. La questione in oggetto appare molto rilevante, ed è stata lungamente dibattuta nella letteratura. Come sottolineato da Kolb e Tikvova (2016), le SPAC attraggono spesso aziende considerate meno interessanti in termini di potenziale crescita di valore economico rispetto a quelle che scelgono la via tradizionale dell'OPA, comportando per gli azionisti una *performance* di lungo termine ben al di sotto delle *performance* di mercato, del settore, di imprese di dimensioni e rapporti *book-to-market value equivalenti*, ma soprattutto delle società quotate tramite OPA. Un interessante studio di Jenkinson e Sousa (2011) classifica le SPAC in "*bad*" e "*good*" sulla base del rendimento medio evidenziando come, sebbene il mercato sia in grado di identificare le "*bad acquisition*" con largo anticipo, molte delle acquisizioni proposte dai soci fondatori sono approvate nonostante le attese di tale rendimento negativo. In tal senso, gli investitori che hanno votato favorevolmente per la BC, andando contro i segnali del mercato, hanno perso circa il 39% del valore dei loro investimenti entro sei mesi, salendo a perdite di oltre il 79% dopo un anno. Al contrario, gli investitori che hanno "ascoltato" il mercato, più che le indicazioni del *management* della SPAC, supportando solo quelle operazioni in cui la reazione del mercato è stata positiva, hanno raccolto profitti più elevati e sopportato un minore rischio (-6,2% annuale).

Infine, altri studi si sono focalizzati sugli elementi che possono impattare sulla probabilità di approvazione della BC. Ad esempio, Cumming et al. (2014), osservando le caratteristiche del *management* delle SPAC (ad esempio, istruzione, esperienza professionale, esperienza nelle transazioni e così via), sottolineano come una maggiore esperienza manageriale dei membri del consiglio non migliori la probabilità di approvazione di una BC ma, al contrario, emerge come a *team* di gestione più giovani si associ una maggiore probabilità di approvazione dell'operazione (per gli incentivi di ricchezza a garantire un esito positivo della votazione). Allo stesso modo, la composizione della squadra di sottoscrittori influisce sulla probabilità di approvazione del *deal*: la probabilità è maggiore quando i sottoscrittori capofila non sono considerati sottoscrittori con *track record* cosiddetti "impressionanti"

(sottoscrittori “*glamour*”), perché questo può essere visto negativamente dagli azionisti. Diversamente, la probabilità è minore quando il numero di sottoscrittori aumenta, come nei casi dei sindacati, per i rischi inerenti la formazione di coalizioni. Inoltre, i ricercatori mettono in luce un nesso di rilievo che lega la probabilità di approvazione della BC alla struttura dei *blockholder*. Più precisamente, emerge che all’aumentare della partecipazione di investitori definiti “attivi”, come gli *hedge fund* e i fondi di *private equity*, la probabilità di ottenere l’approvazione dell’operazione subisce una marcata diminuzione. D’altro canto, una maggiore quota di diritti di voto in possesso dei promotori della SPAC risulta correlata ad un aumento della probabilità di successo nell’ottenere l’approvazione della BC. Come lo studio precedente, anche Lakicevic et al. (2014) esaminando i fattori che influenzano la probabilità di approvazione della BC, sottolineano come le tempistiche dell’annuncio di fusione, il focus sulla Cina e gli accordi sottoscritti da *Early Bird Capital* aumentino la probabilità di approvazione.

In conclusione, il presente paragrafo ha offerto una panoramica sistematica e dettagliata della letteratura rilevante sulle SPAC, delineando un quadro complesso e in continua evoluzione ed individuando temi chiave e tendenze predominanti, che vanno dalla strutturazione e formazione delle SPAC fino all’analisi delle loro performance e alla valutazione delle implicazioni regolamentari. Nel prossimo paragrafo, ci dedicheremo a identificare aree di ricerca promettenti che costituiranno il fulcro del presente studio.

## **2.5. La ricerca sulla SPAC in ambito economico-aziendale: limiti emersi dall’analisi della letteratura e domande di ricerca**

Nell’ambito della letteratura scientifica, l’analisi delle SPAC emerge come un campo di studio ricco e complesso, che offre una panoramica dettagliata degli aspetti distintivi legati alla loro esistenza e operatività. Questo corpus di ricerca, attraverso un’ esplorazione metodica e approfondita, contribuisce significativamente alla comprensione delle dinamiche che governano le SPAC, sottolineando caratteristiche specifiche e sollevando questioni meritevoli di ulteriore indagine. Dunque, la sistematica disamina di questi studi non solo arricchisce il dibattito accademico attuale ma indica anche aree in cui la conoscenza può essere ulteriormente ampliata, suggerendo così nuovi orizzonti per l’analisi delle SPAC in ambito scientifico.

Un elemento fondamentale messo in luce dalla ricerca esistente, e che richiede un esame più approfondito, riguarda la mancanza di un’ analisi olistica delle SPAC che consideri tutti gli aspetti della loro operatività sotto una

lente economico-aziendale. Nonostante un corpus in crescita di studi sulle SPAC, è chiaro che l'accento è stato posto principalmente sulla loro utilità come strumento per l'accesso ai mercati azionari. Questa prospettiva ha portato ad analisi e valutazioni delle SPAC che si sono concentrate principalmente sugli aspetti finanziari o legali, tralasciando una comprensione approfondita ed sistematica delle loro dinamiche operative. Conseguentemente, dal punto di vista degli autori, la concezione delle SPAC come entità aziendali a tutti gli effetti, nonostante le loro innegabili specificità, non è stata pienamente approfondita. Pertanto, si profila l'opportunità di esaminare le SPAC secondo una prospettiva economico-aziendale, che sia capace di osservarne le risorse, le dinamiche strategiche e operative e le relazioni tra i soggetti coinvolti, allo scopo di analizzare il loro contributo alla creazione di valore.

Un'ulteriore questione di rilievo emersa dalle ricerche precedenti riguarda la consuetudine di concentrarsi su fasi specifiche del ciclo di vita di queste entità, come il processo di quotazione o le dinamiche successive alla fusione con l'azienda *target* (BC). Tuttavia, le peculiarità delle SPAC suggeriscono la possibilità di adottare una prospettiva più ampia, capace di considerare sia le singole fasi del ciclo di vita, sia le interconnessioni tra di esse. Una analisi atomistica, focalizzata solo su singoli aspetti, potrebbe limitare la comprensione dell'intero ciclo di vita delle SPAC, trascurando le connessioni e le sinergie osservabili tra le diverse fasi. Alla luce di quanto emerso, si ritiene opportuno indagare il fenomeno SPAC adottando una prospettiva sistemica, capace di vedere la realtà studiata come un continuum di operazioni, allo scopo di definire una visione olistica degli aspetti strutturali, strategici e operativi e delle relazioni tra i soggetti coinvolti.

Un terzo elemento di notevole rilievo nell'analisi delle SPAC riguarda l'interconnessione tra le *performance* aziendali e il valore economico generato. Sebbene le *performance* siano spesso associate al prezzo delle azioni della nuova entità, esaminare il valore complessivo che un'azienda crea nel corso del suo ciclo di vita richiede un'analisi profonda e multifattoriale. Nel caso delle SPAC, questo diventa particolarmente complesso e ambiguo a causa della natura peculiare di queste entità. Il processo di creazione di valore nelle SPAC potrebbe infatti includere diversi fattori. In primo luogo, nella fase iniziale, la raccolta di questi fondi rappresenta il primo passo verso la creazione di valore. Nonostante il valore in sé non sia ancora esplicitato, l'importo raccolto rappresenta il potenziale di investimento per l'acquisizione futura di un'azienda che, secondo le strategie della SPAC, dovrebbe generare valore nel medio o lungo termine. Successivamente, la selezione accurata dell'azienda *target* è cruciale per realizzare il potenziale di crea-

zione di valore. L'obiettivo è individuare un'azienda con prospettive di crescita, redditività e valore futuro. L'abilità di individuare e valutare in modo accurato un'azienda che si integri con la visione della SPAC contribuisce al percorso di creazione di valore. L'annuncio dell'acquisizione dell'azienda *target* è un momento chiave. In questa fase, l'andamento delle azioni della SPAC può riflettere l'entusiasmo degli investitori riguardo all'azienda selezionata. Questa reazione del mercato può influenzare la valutazione complessiva della SPAC e, di conseguenza, il suo valore. La conclusione dell'acquisizione segna il passaggio da un potenziale valore teorico a un valore concreto. Il successo della BC e il suo impatto sulle *performance* aziendali possono influenzare l'andamento delle azioni della SPAC e il suo valore di mercato. Una volta completata l'acquisizione, le *performance* dell'azienda *target* saranno determinanti per il valore futuro della SPAC. Il raggiungimento delle aspettative di crescita, redditività e altri indicatori chiave influenzerà l'opinione degli investitori sul valore generato dalla SPAC nel suo insieme.

Come detto nelle parti precedenti, le SPAC hanno guadagnato notevole rilevanza come veicoli per acquisizioni di imprese *target* finanziate mediante le IPO. L'interesse crescente verso questo fenomeno, evidente tanto nel campo operativo quanto in ambito accademico, ha aperto diverse vie di ricerca sulle SPAC e, contemporaneamente, ha messo in luce aree che presentano significativi margini di indagine.

Un particolare ambito di ricerca – che inquadra la SPAC come unità aziendale capace di creare valore – consiste nell'analisi dei profili operativi secondo una prospettiva orientata al valore in senso ampio, piuttosto che alla sola osservazione delle *performance* o nella focalizzazione esclusiva sul prezzo come espressione del valore dell'azienda o del valore per i soggetti coinvolti. Coerentemente con quanto detto, le domande di ricerca emergenti sono: quali sono i percorsi di creazione di valore delle SPAC, osservate come unità aziendali? Con riferimento ai meccanismi di creazione di valore fondamentale e di creazione di valore come conseguenza della particolare “architettura finanziaria” dello strumento, quali sono le fonti del valore “prevalenti” e le loro interrelazioni?

Dal momento che la ricerca spesso si è concentrata su analisi dedicate a fasi specifiche del ciclo di vita delle SPAC, come ad esempio la quotazione iniziale o le dinamiche post-fusione, appare rilevante indagare il fenomeno secondo un approccio olistico capace di osservare le interrelazioni tra i “pilastri” caratterizzanti l'operatività. I percorsi di analisi, suggeriti dalle domande di ricerca sopra esplicitate, favoriscono un approccio al tema di tipo economico-aziendale nell'intento di sviluppare l'indagine secondo una logica di coerenza riferibile a un *framework* teorico fondato su principi, ambiti

e sviluppi propri della disciplina aziendalistica, capace di favorire la possibilità di tracciare i profili, le dinamiche, le relazioni e le convenienze specifiche degli attori coinvolti nei processi messi in atto dalla SPAC.

In definitiva, un approccio sistemico e aziendalistico potrebbe rivelarsi fondamentale per comprendere appieno le SPAC in tutte le loro sfaccettature. In particolare, alla luce di quanto sopra esposto, si intende proporre un quadro teorico di riferimento per definire una tassonomia capace di interpretare il ruolo dei soggetti coinvolti nelle fasi di vita e delle risorse chiave, di definire i fattori critici di successo, i rischi, le caratteristiche delle forme di valore che possono appalesarsi, allo scopo di definire e classificare i principali *value driver* legati al percorso di vita della SPAC. Tale analisi orientata al valore è stata realizzata mediante l'adozione di un quadro teorico che prevede una visione delle teorie, ritenute idonee per la comprensione delle motivazioni alla base dei comportamenti dei soggetti, secondo prospettive dedicate alle singole fasi.

*Appendice 1 – Pubblicazioni scientifiche sulle SPAC secondo i parametri di ricerca riportati nella sezione 2.1.*

No.	Autori	Anno	Rivista	Campo di studio (tematica)	Approccio teorico prevalente	Metodo di ricerca e contesto	Principali risultati della ricerca
1	Akdoğan, E., Sımsır, S.A., Menç Yılmaz, M.	2022	Finance Research Letters	Economia e Finanza/ SPAC performance	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 551 SPAC, Stati Uniti	La ricerca pone in evidenza che alcune caratteristiche delle SPAC, quali la dimensione della SPAC in termini di risorse finanziarie raccolte dall'IPO, un ridotto periodo residuo tra l'individuazione della <i>target</i> e la scadenza della SPAC, nonché la definizione a priori del settore della <i>target</i> , esercitano un'influenza negativa sul valore delle azioni delle SPAC. Inoltre, analizzando l'intervento regolamentare della SEC in relazione ai <i>warrants</i> , lo studio rileva che le SPAC che incorporano <i>warrants</i> nelle loro <i>unit</i> hanno conseguito rendimenti superiori, suggerendo che alcuni investitori traggano beneficio dall'azione dell'ente regolatore. Tali constatazioni contrastano con la premessa iniziale secondo cui l'arbitraggio regolamentare costituisce la principale fonte di attrattiva delle SPAC, lasciando intuire che l'effetto della regolamentazione sulle SPAC possa rivelarsi sfavorevole.
2	Berger, L.	2008	Journal of Applied Corporate Finance	Economia e Finanza/ Peculiarità della SPAC	Teoria Economica	Empirico, Ricerca qualitativa, 3 Casi di studio, Stati Uniti	Lo studio sottolinea come la SPAC offra alle imprese private una serie di opportunità che risultano superiori rispetto alle IPO convenzionali. Essa si dimostra particolarmente idonea a circostanze speciali, in virtù della sua capacità di fornire liquidità, della loro esperienza gestionale specializzata e di costituire un'alternativa di uscita per i proprietari di società che non dispongono di acquirenti strategici.
3	Blankespoor, E., Hendriks, B.E., Miller, G.S., Stockbridge, D.R.	2022	Management Science	Economia Aziendale / SPAC performance	Teoria dell'Agenzia	Empirico, Ricerca quantitativa, 320 SPAC, Stati Uniti	Il presente studio si concentra sull'analisi dell'attendibilità delle previsioni di rendimento formulate dalle SPAC, offrendo evidenze concrete a sostegno delle preoccupazioni espresse dai regolatori e dal mercato riguardo alle previsioni eccessivamente ottimistiche, considerato che soltanto il 35% delle previsioni di ricavi si concretizza. Ciò assume ulteriore rilevanza in presenza di previsioni a lungo termine e di founders "non abituali", poiché in tali casi la percentuale si riduce ulteriormente. Dopo il processo di fusione, si osserva una notevole diminuzione nella frequenza e nella durata delle previsioni formulate dalle aziende SPAC, situandosi su livelli più in linea con quelle delle aziende di riferimento, ciò

				suggerisce che tali scelte previsionali sono strettamente collegate agli sforzi di promozione legati alla fusione.
4	Blomkvist, M., Vulanovic, M.	2020	Economics letters	Economia e Finanza / SPAC Vs IPO <i>performance</i>
				La ricerca indaga l'influenza di due parametri, precisamente il livello di incertezza presente nel mercato e l'avversione al rischio, entrambi suscettibili di mutamenti nel corso del tempo, sul volume e la quota delle SPAC sul totale delle IPO. L'analisi rivela una correlazione inversa tra tali fattori e la creazione di nuove SPAC. Tale relazione sembra essere attribuibile all'assenza di una storia operativa da parte delle SPAC, il che comporta una minore chiarezza per gli investitori. Tuttavia, lo sponsor ha la facoltà di incrementare la quota di <i>warrant</i> al fine di segnalare la qualità della proposta di investimento.
5	Boyer, C., Baigent, G.	2008	The Journal of Private Equity	Economia e Finanza / SPAC Vs IPO <i>performance</i>
				La ricerca presenta un'analisi del mercato statunitense delle SPAC, descrivendo la struttura di questi veicoli di investimento, offrendo una breve panoramica storica e documentando la notevole crescita del settore. L'analisi fornisce inoltre varie statistiche descrittive, quali: la struttura dei prezzi, i rendimenti del primo anno, i rendimenti del primo giorno, il volume degli scambi, le dimensioni e gli importi degli <i>escrow account</i> . In aggiunta, lo studio vengono esplorate le relazioni tra il prezzo dei <i>warrant</i> , il prezzo delle azioni e altre variabili, inclusi fattori di dimensione e rischio. I risultati principali dello studio mostrano come i rendimenti per gli investitori dipendono dal periodo di riferimento, sottolineando che, in media, negli anni 2004 e 2005, gli investimenti in SPAC hanno prodotto rendimenti superiori rispetto all'indice NASDAQ, mentre nel 2006 si sono registrati risultati inferiori (3,50% contro 8,48%). Inoltre, Le SPAC mostrano una sottostima del valore iniziale notevolmente inferiore rispetto alle IPO tradizionali, con un rendimento medio del primo giorno nel 2006 pari all'1,23% rispetto al 26% delle IPO.
6	Cumming, HaB and Schweizer (2014)	2014	Journal of Banking & Finance	Economia Aziendale / Approvazione della BC
				Lo studio evidenzia come la composizione degli investitori emerga quale variabile critica che incide significativamente sulla probabilità di approvazione della BC. Nello specifico, le transazioni che presentano un peso più marcato di fondi d'investimento e società di <i>private equity</i> tendono a mostrare una minore percentuale di approvazione della BC. Inoltre, la ricerca mostra che i team di gestione come età media inferiore presentano una maggiore probabilità di approvazione della BC, mentre l'esperienza del management e del consiglio di amministrazione non pare

						influenzare in modo significativo la riuscita dell'operazione. Analogamente, il supporto di <i>underwriter</i> di rilievo e alleanze più ampie non sembra incidere positivamente sulla probabilità di approvazione dell'accordo di fusione.	
7	D'Alvia, D.	2020	Journal of Banking Regulation	Giuridico / Peculiarità della SPAC	n/a	Comparazione giuridica	La ricerca mette in luce le innovative peculiarità che le SPAC rappresentano per il settore del M&A, evidenziando altresì le variazioni giuridiche che queste strutture comportano a seconda del paese in cui operano. Tale fenomeno è analizzato comparando Stati Uniti, Canada, Corea e Malesia, ciascuno dei quali adotta un approccio specifico alle SPAC.
8	Datar, V., Emm, E.E., Han, B.	2023	Managerial Finance	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (focus su ESG).	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 532 SPAC, Stati Uniti	La ricerca mette in luce come l'attenzione nei confronti degli ESG tra le SPAC sembri costituire un fenomeno relativamente recente, con il 95% delle SPAC incentrate sull'ESG che sono state fondate dopo il 2019. In particolare, la ricerca sottolinea che le SPAC legate all'ESG presentano capitalizzazioni di mercato superiori rispetto a quelle non orientate verso obiettivi ESG. Tuttavia, si osserva che, sebbene nel complesso le SPAC tendono ad acquisire aziende con risultati operativi scarsi, le acquisizioni mirate al perseguimento degli obiettivi ESG presentano prestazioni operative ancora più negative: investire in SPAC che acquisiscono aziende con un focus sull'ESG comporterebbe una perdita media aggiuntiva dell'11,6% nel periodo di 1 anno successivo alla BC.
9	Dimic, N., Goodel, J.W., Pijak, V., Vulanovic, M.	2023a	Finance Research Letters	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (focus sul settore dell'energia)	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 51 SPAC, Stati Uniti	La ricerca si dedica all'analisi delle <i>performance</i> delle SPAC che si concentrano sul settore dell'energia, mettendo in rilievo come la rapidità del processo e l'impiego di <i>underwriter</i> specializzati sono i principali indicatori di successo, mentre la presenza di CEO stranieri ha un effetto negativo. Tali risultati hanno implicazioni pratiche per investitori e imprenditori nel settore energetico, evidenziando il ruolo rilevante delle SPAC nel facilitare la transizione energetica e l'innovazione in periodi di turbolenza nei mercati energetici.
10	Dimic, N., Goodel, J.W., Pijak, V., Vulanovic, M.	2023b	European Financial Management	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (focus su SPAC "green")	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 75 SPAC, Stati Uniti	La presente ricerca documenta le peculiarità strutturali delle SPAC dedite a iniziative aziendali incentrate su obiettivi di "sostenibilità ambientale" nel periodo 2020-2022, comunemente conosciute come SPAC "green". In particolare, l'analisi mette in evidenza come la capacità di tali SPAC "green" di attrarre investimenti sia influenzata dalla specifica borsa nelle

<p>quali sono quotate, dal grado di specializzazione dei consulenti legali e dalle caratteristiche del loro amministratore delegato. Allo stesso tempo, la specializzazione dei consulenti legali delle SPAC incide sulla rapidità del processo di quotazione. In aggiunta, lo studio rileva che le SPAC “green” manifestano rendimenti positivi in occasione dell’annuncio della BC, mentre i rendimenti al momento della fusione sono generalmente negativi e presentano una tendenza al declino nel lungo periodo.</p>				
<p>Lo studio si focalizza sullo studio delle <i>performance</i> della SPAC al momento dell’annuncio della BC e nel lungo termine. I risultati mostrano che, sebbene gli annunci di BC da parte delle SPAC siano generalmente ben accolti dal mercato, in media queste acquisizioni registrano una <i>performance</i> al di sotto delle aspettative nel lungo termine. Tali risultati mostrano che esse sotto-performano significativamente rispetto alle tradizionali IPO. Inoltre, esiste una considerevole variazione trasversale nel grado in cui le SPAC distruggono valore con le loro acquisizioni. In particolare, le <i>performance</i> delle SPAC sono peggiori per le acquisizioni annunciate vicino alla scadenza prestabilita dei due anni, per le acquisizioni con commissioni differite rispetto all’IPO, e per le acquisizioni con un valore di mercato vicino alla soglia richiesta dell’80%. Inoltre, il coinvolgimento degli sponsor nella governance della società risultante migliora le <i>performance</i> a lungo termine.</p>	<p>Empirico, Ricerca quantitativa, 73 SPAC, multinazionale.</p>	<p>Teoria dell’Agenzia</p>	<p>Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i></p>	<p>Journal of Accounting and Economics 2017</p> <p>Dimitrova, L.</p>
<p>La presente ricerca confronta le tradizionali “società veicolo” (shell company) e le SPAC. In primo luogo, gli autori evidenziano le somiglianze e le differenze tra i due tipi di operazioni. Se la SPAC, come una <i>shell company</i>, non presenta attività operative e rappresenta un veicolo per la quotazione, essa fornisce anche un cospicuo apporto di liquidità e consulenza alle aziende attraverso il suo team di gestione. Lo studio inoltre evidenzia le differenti motivazioni degli investitori nei due tipi di veicoli. Gli investitori nelle <i>shell company</i> sono prevalentemente interessati al profitto derivante dalla crescita del valore azionario al momento della fusione inversa. D’altra parte, gli investitori nelle SPAC sono disposti a impegnare somme sostanziali di denaro con l’aspettativa che il team di gestione della SPAC individui una società target capace di creare valore nel lungo termine. Infine, lo studio evidenzia come le SPAC generalmente registrano performance inferiori durante le varie fasi del loro ciclo di vita.</p>	<p>Empirico, Ricerca quantitativa, 585 fusioni inverse, Stati Uniti</p>	<p>Teoria Economica</p>	<p>Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> Vs Fusioni inverse</p>	<p>Journal of Corporate Finance 2011</p> <p>Flores, I.V., Sapp, T.R.A.</p>

						<p>In particolare, i risultati suggeriscono che, in generale, le SPAC generano rendimenti bassi dopo l'IPO, con reazioni positive a seguito degli annunci della BC. Tuttavia, dopo il completamento della BC, si osserva un significativo rendimento negativo, indicando potenziale distruzione di valore. Le aziende che sopravvivono mostrano un continuo calo dei rendimenti, con prestazioni medio-basse nel lungo termine.</p>
13	Hale, L.M.	2007	The Journal of Corporate Accounting & Finance	Giuridico / Caratteristiche della SPAC	n/a	<p>Analisi Giuridica, Stati Uniti</p> <p>La SPAC rappresenta una forma di finanziamento che comporta vantaggi per tutte le parti coinvolte. Il management ha la possibilità di impiegare le proprie competenze e esperienze, l'azienda <i>target</i> beneficia di un nuovo pool di potenziali investitori, e gli investitori stessi ottengono accesso a una nuova classe di investimenti con opportunità di profitto e protezioni.</p>
14	Haniffa, R., Hudaib, M., Nawaz, T.	2022	International Journal of Financial Studies	Economia aziendale / SPAC <i>Performance</i> e capitale sociale	Teoria delle Risorse	<p>Empirico, Ricerca qualitativa, Caso di studio, Stati Uniti</p> <p>La ricerca esamina il ruolo del capitale sociale nell'apportare contributi significativi al successo delle SPAC. In particolare, i risultati dell'analisi mettono in luce come il capitale sociale dei soci fondatori sia un determinante cruciale nella realizzazione di valutazioni elevate nell'ambito dell'IPO. In aggiunta, la capacità dei fondatori di attrarre talenti più qualificati, che apportano un valore aggiunto al capitale sociale preesistente, genera effetti positivi sul modello di business delle SPAC. Tale modello consiste nell'investire esclusivamente in aziende <i>target</i> caratterizzate da notevoli barriere all'ingresso, una limitata dipendenza dai mercati finanziari e un team di gestione eccellente. Lo studio inoltre evidenzia che la costante presenza della SPAC nel media assicura un coinvolgimento continuo di reti di investitori, sia consolidati che potenziali.</p>
15	Howe, J.S., O'Brien, S.W.	2012	Advances in Financial Economics	Economia Aziendale / SPAC <i>performance</i> e corporate governance	Teoria dell'Agenzia	<p>Empirico, Ricerca quantitativa, 158 SPAC, Stati Uniti</p> <p>Lo studio esamina le performance delle SPAC e riscontra che circa il 60% delle aziende campione completa acquisizioni, con una mediana di 502 giorni tra l'IPO e l'annuncio della BC. Sebbene la reazione di mercato alla BC sia modestamente positiva, le performance a lungo termine risultano notevolmente negative. L'indipendenza del consiglio di amministrazione è collegata ad una migliore <i>performance</i> a lungo termine, mentre la partecipazione azionaria del management e di investitori istituzionali non influenza significativamente tale performance. Le SPAC con una ridotta partecipazione da parte di investitori istituzionali mostrano una maggiore probabilità di conclusione della BC.</p>

16	Ignatyeva, E., Rauch, C., Wahrenburg, M.	2013	The Journal of Private Equity	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> e caratteristiche (Europee Vs Statunitensi)	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca qualitativa, 19 SPAC, Stati Uniti	Lo studio mette a confronto le caratteristiche istituzionali, le strutture di governance, il comportamento delle azioni e le aziende <i>target</i> delle SPAC quotate sulle principali borse europee e statunitensi. L'indagine rivela differenze, seppur ridotte, tra le SPAC europee e quelle statunitensi in termini di caratteristiche istituzionali come il numero e il valore delle aziende bersaglio, i limiti temporali per la conclusione della BC e i diritti di voto degli azionisti. Inoltre, emerge che le SPAC europee non necessariamente acquistano aziende <i>target</i> europee e non si limitano a coinvolgere investitori europei, ma piuttosto possono essere considerate SPAC internazionali quotate sulle borse europee. In aggiunta, si rileva che i mercati azionari europei sono spesso preferiti a causa dei requisiti più bassi richiesti per le quotazioni delle SPAC. Tuttavia, le SPAC europee non sempre effettuano acquisizioni di aziende <i>target</i> di successo, il che può influire negativamente sui prezzi delle azioni.
17	Jenkinson, T. Sousa, M.	2011	Journal of Applied Finance	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> ("good" vs "bad" SPAC)	Teoria Economica	Empirico, Ricerca quantitativa, 161 SPAC, Stati Uniti	Lo studio mette in evidenza come, in molte circostanze, le SPAC non siano riuscite a generare valore per gli investitori. A sei mesi dalla BC, più della metà delle acquisizioni ha mostrato un ritorno medio del -2,4%, un dato che peggiora ulteriormente dopo un anno, portando a un ritorno medio del -55%. Ciò che è particolarmente significativo è che oltre la metà delle acquisizioni sono state approvate dagli azionisti nonostante il mercato le avesse riconosciute come "bad" SPAC ancor prima del completamento della BC. Gli investitori che hanno votato a favore di tali BC, trascurando i segnali negativi provenienti dal mercato ("bad" SPAC), hanno registrato perdite del 39% entro sei mesi e del 79% dopo un anno. D'altra parte, coloro che hanno fatto tesoro delle indicazioni del mercato e hanno sostenuto solo le operazioni con reazioni positive ("good" SPAC) hanno ottenuto rendimenti superiori ed un livello di rischio notevolmente ridotto.
18	Kang, H.C., Lee, S.	2023	Finance Research Letters	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> e regolamentazione	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 147 SPAC, Corea	La presente indagine, condotta mediante l'analisi delle <i>performance</i> delle SPAC classificate in diverse generazioni, in base ad interventi normativi successivi, mette in luce come le SPAC di nuova generazione presentino un tasso di successo nelle BC inferiore. Inoltre, tali SPAC hanno pagato un premio di fusione più sostanzioso e hanno richiesto un tempo maggiore per portare a termine il processo di BC. Ancora, nelle SPAC di nuova generazione, i fondatori con maggiore esperienza hanno mostrato una

19	Kiesel, F., Klingelhofer, N., Schiereck, D., Visamara, S.	2022	European Financial Management	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (breve vs lungo termine)	Teoria dell' Agenzia	Empirico, Ricerca quantitativa, 236 SPAC	<p>minor propensione a garantire un accordo di fusione, ma al contempo sono stati inclini a pagare un premio più elevato per garantire il successo della BC. Questi risultati sono congruenti con l'ipotesi che, a seguito delle modifiche normative, si sia verificato un aumento della concorrenza tra le SPAC per un limitato numero di <i>target</i> considerati adeguati per la fusione.</p> <p>La presente ricerca esamina i rendimenti delle SPAC sia nel breve periodo, all'annuncio della BC, che nel lungo termine, con un focus sui periodi di 12, 18 e 24 mesi successivi alla BC. I risultati mettono in evidenza che, in media, le SPAC manifestano rendimenti anomali positivi al momento dell'annuncio della fusione. Tuttavia, nel lungo termine, le SPAC tendono a sottoperformare rispetto all'andamento generale del mercato. In particolare, i risultati a breve termine indicano che maggiore è il tempo richiesto a una SPAC per individuare un'azienda <i>target</i>, minori saranno i rendimenti anomali all'annuncio della fusione. Inoltre, le <i>performance</i> a lungo termine sono sensibilmente influenzate dalla dimensione relativa dell'azienda <i>target</i> rispetto a quella della SPAC stessa, con <i>performance</i> notevolmente peggiori quando l'azienda <i>target</i> è di dimensioni ridotte.</p>
20	Kim, J., Park, S., Peterson, K., Wilson, R.	2022	Management Science	Economia Aziendale / Rendicontazione finanziaria	Teoria dell' Agenzia	Empirico, Ricerca quantitativa, 236 SPAC, Stati Uniti	<p>La ricerca esamina la qualità della rendicontazione finanziaria delle SPAC, confrontandola con quella delle società che hanno effettuato una IPO nella stessa industria e periodo. I risultati evidenziano che le società SPAC, dopo la BC, mostrano alcune criticità, tra le quali possiamo annoverare: un numero maggiore di rettifiche; una maggiore fragilità nei controlli interni (e di maggiore entità); ritardi nella presentazione dei documenti; modifiche più frequenti nei documenti presentati; e un maggior numero di iterazioni per risolvere le osservazioni della SEC. Tali risultati sostengono l'ipotesi avanzata da giornalisti, società di revisione contabile e altri attori, che suggerisce che il processo di quotazione tramite SPAC potrebbe non concedere alle società il tempo sufficiente per prepararsi alle rigide esigenze di rendicontazione finanziaria richieste alle società quotate in borsa.</p>
21	Kim, H., Ko, J., Jun, C., Song, K.R.	2020	International Review of Finance	Economia e Finanza / Azionario e <i>performance</i> SPAC	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 127 SPAC, Corea	<p>Lo studio indaga la struttura unica delle SPAC in Corea in confronto a quelle negli Stati Uniti, le caratteristiche delle aziende e le <i>performance</i> post-fusione. I risultati mostrano le imprese coreane con azionisti di maggioranza che detengono una quota significativa tendono a preferire l'ingresso in borsa attraverso le SPAC, al fine di evitare una diluizione</p>

22	Kolb, J., Tykvoňa, T.	2016	Journal of Corporate Finance	Economia e Finanza / SPAC Vs IPO	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 127 SPAC, multinazionale	<p>Lo studio identifica i vantaggi e svantaggi delle SPAC rispetto alle IPO tradizionali. Tra i vantaggi, le SPAC offrono liquidità all'atto della quotazione, riducendo l'incidenza del contesto di mercato e consentendo agli azionisti attuali di incassare immediatamente le loro partecipazioni. Tuttavia, le SPAC richiedono l'approvazione degli azionisti, comportando incertezza nelle acquisizioni, e possono diluire le partecipazioni degli azionisti della <i>target</i> attraverso i <i>warrants</i> detenuti dagli sponsor delle SPAC. Inoltre, lo studio suggerisce che le acquisizioni da parte delle SPAC avvengono più frequentemente in mercati volatili, offrendo agli azionisti attuali delle SPAC la possibilità di convertire parte delle azioni in denaro. Infine, la quotazione tramite SPAC è associata a prestazioni a lungo termine significativamente inferiori rispetto al mercato, all'industria e alle aziende di dimensioni simili con rapporti tra valore contabile e valore di mercato comparabili.</p>
23	Lakicevic, M., Vujanovic, M.	2013	Managerial Finance	Economia e Finanza / SPAC performance (comparazione tra unit, azioni ordinarie e <i>warrant</i> )	Teoria dell' Agenzia	Empirico, Ricerca quantitativa, 161 SPAC, Stati Uniti	<p>Lo studio indaga le <i>performance</i> dei titoli emessi dalle SPAC, ovvero le unit, le azioni ordinarie e i <i>warrant</i>, in momenti rilevanti del loro ciclo di vita. I risultati sottolineano la complessa struttura societaria delle SPAC, in cui gli incentivi dei fondatori, degli <i>underwriter</i> e degli investitori sono strettamente interconnessi, e le BC di successo generano ritorni elevati per i fondatori. Inoltre, lo studio dimostra come i differenti titoli delle SPAC non reagiscono in modo uniforme alle comunicazioni relative allo stato societario. Mentre i detentori dei tre tipi di titoli realizzano rendimenti anomali positivi il giorno dell'annuncio della BC, si osserva una reazione più pronunciata tra gli investitori che possiedono i <i>warrant</i>, mentre i detentori di azioni ordinarie mostrano una reazione più mitigata.</p>

della loro partecipazione, anziché optare per il più tradizionale processo di IPO. Inoltre, lo studio rileva che le *performance* in borsa e operative delle aziende che si quotano tramite SPAC sono paragonabili a quelle delle aziende che scelgono di quotarsi tramite IPO durante il primo anno successivo alla quotazione. Complessivamente, le aziende che si quotano con le SPAC in Corea non risultano essere inferiori alle aziende che optano per le tradizionali IPO, a differenza di quanto evidenziato da studi precedenti basati su dati statunitensi. Tuttavia, la quotazione tramite SPAC comporta costi diretti più elevati e non genera vantaggi in termini di visibilità di mercato.

24	Lakicevic, M., Shaehmurove, Y., Vulanovic, M.	2014	North American Journal of Economics and Finance	Economia Aziendale / Struttura della SPAC e probabilità della BC	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 163 SPAC, U.S.	La ricerca analizza le trasformazioni nella struttura aziendale delle SPAC, scaturite dalle forze di mercato, nel periodo successivo alla crisi finanziaria. Emergono tendenze in cui le SPAC diventano di dimensioni più ridotte, richiedono un investimento più significativo da parte dei loro fondatori prima dell'IPO e coinvolgono un processo di approvazione delle BC più agevole. Inoltre, lo studio esamina l'influenza delle caratteristiche istituzionali delle SPAC sulla probabilità di successo delle BC rilevando che la reputazione dei fondatori, la scelta geografica (focus sulla Cina), la celerità nell'annuncio delle BC e la volatilità del mercato rappresentano i principali fattori determinanti in questo contesto.
25	Lee, C.M.C., Qu, Y., Shen, T.	2020	Journal of Corporate Finance	Economia e Finanza / Fusione Inversa Vs IPO	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 133 Fusioni inverse, Cina	Lo studio evidenzia come le società cinesi che scelgono di quotarsi attraverso una fusione inversa registrano prestazioni migliori sia prima che dopo la quotazione, anche a medio-lungo termine, rispetto a quelle che scelgono le tradizionali OPA. Questi risultati contrastano fortemente con quelli riscontrati in altri paesi sviluppati e possono essere attribuiti a politiche IPO più rigorose e potenzialmente distorte in Cina.
26	Nilsson, G.O.	2018	European Business Organization Law Review	Giuridico / Caratteristiche SPAC Vs Private Equity	n/a	Analisi giuridica	Lo studio evidenzia come, sebbene l'idea alla base delle SPAC sia molto simile a quella dei fondi di <i>private equity</i> , i loro metodi di finanziamento e investimento, le tutele degli investitori e le strutture di incentivi differiscono notevolmente, determinando particolari sistemi di compensazione del management e problemi di diluizione del valore che sono di interesse per gli investitori.
27	Papathanasiou, S., Koutsokostas, D., Pergeris, G.	2022	Finance Research Letters	Economia e Finanza / SPAC <i>Performance</i> e "trasmissione della volatilità"	Teoria Economica	Empirico, Ricerca quantitativa, Stati Uniti	La presente ricerca esamina la "diffusione della volatilità" tra le SPAC e un insieme di strumenti finanziari alternativi, tra cui le tradizionali IPO, l'arbitraggio sulle fusioni, i fondi replica degli hedge fund e delle azioni. I risultati evidenziano che il grado di "diffusione della volatilità" è moderato e costante, suggerendo che il mercato delle SPAC reagisce in modo relativamente neutro agli shock diffusi. Ciò indica potenziali vantaggi nella diversificazione del portafoglio per vari tipi di investitori.
28	Rodrigues, U., Stegemoller, M.	2014	Journal of Corporate Finance	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i>	Teoria Economica	Empirico, Ricerca quantitativa, 260 SPAC, Stati Uniti	Lo studio esamina le SPAC come strumento unico per comprendere i rendimenti al momento dell'annuncio di acquisizione e i margini lordi degli <i>underwriter</i> nelle IPO. I risultati rivelano che il margine lordo medio delle IPO delle SPAC si attesta al 7%, un valore sostanzialmente in linea con quello delle IPO non-SPAC. Questo dato sostiene l'ipotesi secondo la

					<p>quale i margini lordi sono sorprendentemente stabili, considerando che le IPO delle SPAC sono caratterizzate da una minore complessità e una maggiore trasparenza rispetto alle IPO tradizionali. Al contrario, i rendimenti al momento dell'annuncio della BC da parte della SPAC sono approssimativamente tre volte superiori rispetto a quelli delle acquisizioni tradizionali. Tale differenza è riconducibile alla valutazione della <i>target</i> suggerendo che gran parte della perdita di valore nelle acquisizioni tradizionali è dovuta a fattori non presenti nelle SPAC, come la sovrastima delle sinergie o la divulgazione di nuove e indesiderate informazioni sulla <i>target</i>.</p>	
29	Shachmurove, Y., 2015 Vulanovic, M.	Global Finance Journal	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (focus sul settore marittimo)	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 193 SPAC, Stati Uniti	<p>La ricerca si focalizza sullo studio delle acquisizioni nell'industria marittima negli Stati Uniti tra il 2003 e il 2012. I risultati indicano che le SPAC che si sono concentrate sul settore marittimo differiscono da altre SPAC in quanto presentano dimensioni maggiori, coinvolgono un numero maggiore di <i>underwriter</i> nei consorzi e registrano un tasso di successo nelle BC più elevato. Inoltre, i fondatori di questi tipi di SPAC sono mediamente più giovani rispetto ai loro omologhi che hanno fondato SPAC con un focus su altre industrie.</p>
30	Shachmurove, Y., 2016 Vulanovic, M.	Journal of Multinational Financial Management	Economia e Finanza / SPAC <i>performance</i> (US SPAC con focus sulla China)	Teoria Istituzionale	Empirico, Ricerca quantitativa, 184 SPAC, Stati Uniti	<p>Lo studio esamina le SPAC formate negli Stati Uniti con l'obiettivo di concludere una BC con un <i>target</i> in Cina nel periodo 2004-2011. Le evidenze indicano che le SPAC con un focus sulla Cina non presentano differenze significative nelle loro caratteristiche istituzionali rispetto ad altre SPAC. Inoltre, nonostante una diminuzione del valore delle SPAC cinesi nelle vicinanze delle decisioni della SEC, i titoli delle SPAC focalizzate sulla Cina non mostrano una sotto-<i>performance</i> complessiva rispetto al periodo di osservazione rispetto ai rendimenti dei titoli delle SPAC del resto del campione. Al contrario, un investimento in un portafoglio equamente ponderato di SPAC con un focus sulla Cina fornisce rendimenti assoluti più elevati rispetto a un investimento in un portafoglio equamente ponderato delle restanti SPAC. Queste prove stabiliscono che, in media, le SPAC con focus sulla Cina sono una scelta d'investimento valida, paragonabile a qualsiasi altra SPAC.</p>
31	Schumacher, B., 2020	Northwestern Journal of	Giuridico / Caratteristiche delle SPAC	n/a	Comparazione giuridica, multinazionale	<p>Le SPAC rappresentano un veicolo che apre nuove prospettive per tutte le parti coinvolte. La SPAC consente di superare quei problemi che generalmente le piccole aziende devono affrontare per ottenere capitali</p>

dall'esterno (scarso interesse per le IPO di piccole e medie imprese; diluizione del capitale; vendita delle azioni sul mercato azionario). Inoltre, per il management, la SPAC rappresenta un modo efficace per raccogliere fondi ed acquisire una azienda da gestire. Infine, per gli investitori, i principali vantaggi della SPAC includono il diritto alla restituzione dei propri investimenti in caso di mancata approvazione della fusione e l'opportunità, indipendentemente dalla quantità di capitale a disposizione, di partecipare ad un investimento nello stile del Private Equity.

La ricerca evidenzia come le caratteristiche istituzionali delle SPAC siano rilevanti nel determinare i risultati post-fusione della nuova società, in particolare quando si tratta della loro sopravvivenza/fallimento. Da un lato, l'acquisto di warrant da parte del management durante l'IPO è associato a una maggiore probabilità di sopravvivenza, suggerendo che l'impegno di tali attori può ridurre l'asimmetria informativa e il *moral hazard*, migliorando la qualità della BC. Inoltre, un maggior coinvolgimento degli underwriters e un sindacato di underwriters più ampio influenzano positivamente la probabilità di sopravvivenza, indicando potenzialmente un maggiore impegno di risorse nella BC. Anche le performance post-fusione ad un anno aumentano in modo significativo la probabilità di sopravvivenza. Al contrario, le SPAC che si avvalgono di finanziamenti bancari per la conclusione della BC una probabilità più elevata di fallimento, suggerendo che questa potrebbe essere un'opzione di finanziamento di ultima istanza. Inoltre, gli elementi che aumentano il costo della BC, come le commissioni degli underwriters e le commissioni differite, aumentano la probabilità di fallimento, probabilmente a causa di un'asimmetria informativa più elevata.

Il presente articolo si pone l'obiettivo di identificare le determinanti chiave delle performance delle SPAC, sottolineando come la precedente partecipazione da parte di società *corporate* o di *private equity* nelle aziende target aumenti le probabilità di ottenere *performance* superiori al mercato. In tal senso, lo studio suggerisce una strategia di sponsorizzazione incentrata sulla selezione di aziende con un precedente coinvolgimento di aziende *corporate* o di *private equity* come segnali di credibilità.

32 Vulanovic, M. 2016 EconStor Preprints  
Economia e finanza / SPAC *performance* post-fusione  
Teoria Istituzionale  
Empirico, Ricerca quantitativa, 105 SPAC, Stati Uniti

33 Williams, C.J. 2023 Journal of Risk and Financial Management  
Economia e Finanza / SPAC *performance*  
Teoria Istituzionale  
Empirico, Ricerca quantitativa, 310 SPAC, Stati Uniti

Fonte: produzione propria.

## Appendice 2 – Pubblicazioni nazionali selezionate sulle SPAC

No.	Autori	Anno	Editore/Rivista	Campo di studio prevalente (tematico)	Approccio teorico prevalente	Approccio e contesto	Principali risultati della ricerca
1	Cioli V.	2017	Araene editrice	Economia Aziendale	n/a	Analisi di casi di studio; Italia	Confrontando operazioni di successo e insuccesso a livello nazionale e internazionale, il lavoro esamina le variabili che determinano il successo delle SPAC, al fine di guidare investitori e imprese verso esiti favorevoli in questo ambito finanziario.
2	Fumagalli M.	2014	Egea	Economia Aziendale	n/a	Descrittivo, Italia e Stati Uniti	Attraverso lo studio dei loro processi operativi e dell'adeguatezza alle normative italiane, lo studio valuta il ruolo delle SPAC come modalità innovativa di quotazione delle piccole e medie imprese italiane, posizionandosi come alternativa al tradizionale private equity.
3	Garramone F.	2020	Mulino - Banca, Impresa, Società	Economia Aziendale	n/a	Descrittivo; Italia.	Il lavoro mira a fornire una panoramica delle SPAC, esplorandone l'evoluzione dalle sue origini negli Stati Uniti alla sua diffusione internazionale, concentrandosi sulla crescente presenza delle SPAC nell'ambito finanziario italiano e il coinvolgimento delle piccole e medie imprese. L'analisi si propone di esaminare le peculiarità e i vantaggi delle SPAC, oltre ai profili legati alla loro operatività nel contesto normativo italiano.
4	Gigante G., Conso A.	2019	Egea - Biblioteca Economia Azienda	Economia Aziendale e Giuridico	n/a	Descrittivo;	Lo studio di pone l'obiettivo di delinearne le peculiarità delle SPAC in Italia, esaminandole sia dal punto di vista economico-finanziario che giuridico, al fine di valutare le implicazioni di questo fenomeno sulle imprese italiane in cerca di finanziamenti.
5	Tasca A., Giacometti L.F.	2020	Giuffrè, Francis Lefebvre	Giuridico	n/a	Descrittivo; Italia e Stati Uniti	Gli autori, partendo dall'analisi delle SPAC nel contesto storico ed economico italiano, approfondiscono il mercato dell'equity, esaminando il quadro tecnico, le norme di riferimento e l'esperienza statunitense.

### 3. LA CATENA DEL VALORE COME *FRAMEWORK* CONCETTUALE PER UNA ANALISI DEL PROCESSO DI CREAZIONE DI VALORE DELLA SPAC

di *Andrea Dello Sbarba*

#### 3.1. Premessa

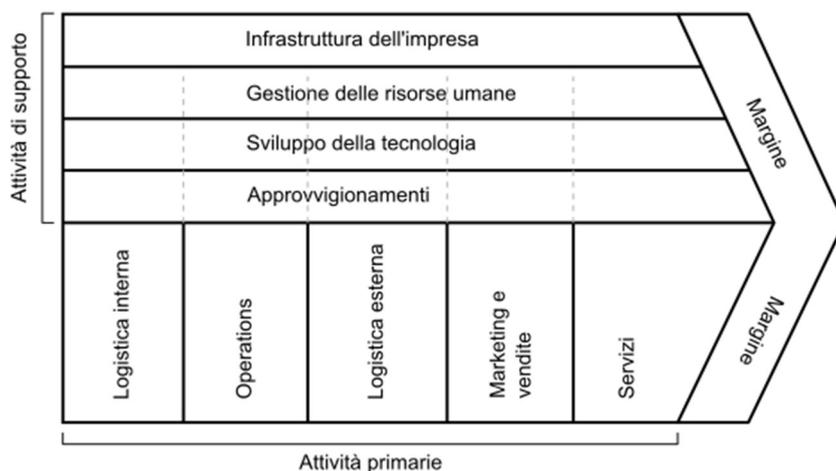
Nel presente capitolo, esploreremo le potenzialità della “Catena del Valore” come strumento di analisi declinato nell’ambito delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC). Sebbene il concetto di catena del valore sia ampiamente riconosciuto nel contesto aziendale, la sua applicazione alle SPAC costituisce un’interessante estensione, poiché offre l’opportunità di comprendere in profondità le peculiarità del processo di creazione di valore di tali entità.

Il concetto di catena del valore è stato originariamente introdotto da Michael Porter nel suo scritto del 1985 intitolato “*Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*”. Secondo l’idea proposta dall’Autore, ogni impresa è costituita da due categorie di attività: primarie e di supporto. Le *attività primarie* coinvolgono la creazione fisica del prodotto, la sua vendita e l’assistenza post-vendita al cliente. Queste si articolano in cinque tipologie principali: la logistica in entrata, le attività di produzione, la logistica in uscita, il *marketing* e vendite, e servizi post-vendita. D’altro canto, le attività di supporto fungono da sostegno per le attività primarie e sono indispensabili per competere in qualsiasi settore industriale. Queste si dividono solitamente in quattro categorie: approvvigionamento, sviluppo tecnologico, gestione delle risorse umane e attività infrastrutturali (Porter, 1985).

Queste operazioni, quando messe insieme, formano quella che definiamo la catena del valore, poiché l’obiettivo finale è generare valore per il cliente. In questo contesto, il concetto di valore si riferisce all’incremento o al beneficio che ciascuna attività aziendale apporta al prodotto o servizio finale, osservato dalla prospettiva del cliente. In altre parole, il valore rappresenta ciò per cui i clienti sono disposti a pagare per quel particolare prodotto o servi-

zio. La differenza tra il valore totale generato da queste attività e i costi associati alla loro esecuzione è denominata “margine”. Per calcolare il margine della catena del valore, è quindi necessario sottrarre i costi complessivi legati alle attività all’interno della catena (come i costi delle materie prime, i costi di produzione, i costi di marketing, i costi logistici, ecc.) dal valore totale percepito dai clienti.

Fig. 1 – La catena del valore.



Fonte: Tradotta da Porter (1985).

L’importanza che il concetto ha assunto nel tempo nell’ambito della gestione strategica è legata alla sua capacità di supportare un’analisi del funzionamento del modello di *business* aziendale volto ad offrire una determinata proposta di valore (Porter, 1985). In particolare, il concetto della catena del valore consente di disgregare l’azienda in una serie di attività strategicamente rilevanti per comprendere i meccanismi che stanno alla base del conseguimento del vantaggio competitivo e della creazione di valore economico per l’azionista (Cinquini et al., 2011)<sup>1</sup>. Questi risultati sono il frutto della capacità aziendale di condurre in modo più efficiente e/o efficace le attività strategicamente rilevanti rispetto alla concorrenza. In questo contesto, l’impresa, e in particolare il *top management team*, ha il compito di esaminare i

<sup>1</sup> Per una trattazione più approfondita sull’interdipendenza tra il vantaggio competitivo e la creazione di valore economico delle imprese, si veda Donna (1999). Quest’opera costituisce un’esauriente esplorazione di come l’abilità di un’azienda nel mantenere e migliorare la propria posizione di vantaggio competitivo all’interno del mercato si traduca nella capacità di generare valore economico.

costi e le *performance* di ciascuna attività che contribuisce al miglioramento della posizione competitiva dell'azienda, cercando di promuovere iniziative di miglioramento che influiscano sui *driver* di costo e del valore dell'azienda.

Le SPAC, come anticipato nei precedenti capitoli, si presentano come strumenti finanziari innovativi che aprono nuove opportunità per tutti i soggetti coinvolti. Da un lato, rappresentano una nuova modalità di raccolta capitali per sostenere la crescita di aziende in situazioni definite “complesse” come, ad esempio, la mancanza di interesse per le IPO delle piccole e medie imprese (Schumacher, 2020). Dall'altro lato, offrono al management (i soci fondatori della SPAC) l'opportunità di mettere a frutto le proprie competenze ed esperienze per sostenere la gestione aziendale, consentendo agli investitori di partecipare a un investimento in stile *Private Equity* a condizioni più vantaggiose (Hale, 2007; Nillson, 2018; Schumacher, 2020). In particolare, nella sua essenza, la capacità della SPAC di generare valore per tutte le parti coinvolte è strettamente legato alla sua capacità di incrementare il valore economico dell'azienda target coinvolta nella BC. Le SPAC, invero, perseguono l'obiettivo di creazione di valore attraverso l'acquisizione di un'azienda a un prezzo predefinito, seguita dall'attuazione di un piano strategico volto a incrementarne il valore economico. È solo grazie al successo nell'attuazione di tale piano che tale operazione si traduce in un apprezzamento dei titoli detenuti dagli attori coinvolti.

L'applicazione del quadro interpretativo della catena del valore al particolare contesto delle SPAC assume dunque rilevanza nella misura in cui consente di disgregare l'azienda in una serie di attività strategicamente rilevanti per comprendere i meccanismi che stanno alla base della creazione di valore economico per tutti gli attori coinvolti (Porter, 1985).

### **3.2. La configurazione della catena del valore della SPAC**

Il concetto sotteso alla catena del valore, nell'ambito delle SPAC, fornisce innanzitutto un quadro di riferimento mediante il quale delineare le fondamentali attività e funzioni che una SPAC intraprende al fine di generare valore per gli attori coinvolti. Tali attività, così come precedentemente delineate, possono altresì essere suddivise all'interno di questa cornice concettuale in attività di natura primaria o di supporto. Le prime rivestono un carattere imperativo nel processo di generazione di valore della SPAC, mentre le seconde agevolano e potenziano l'efficienza e l'efficacia delle attività primarie.

Una delle prerogative fondamentali nell'ambito delle operazioni della SPAC è la cernita di risorse finanziarie dagli investitori, conosciuta anche come “*fund raising*”. Tale attività di raccolta di capitale è indirizzata al collocamento dei propri titoli (comunemente denominati “unità” o “*unit*”) sul mercato, con l'obiettivo di raccogliere il capitale essenziale per concretizzare la BC. Questo processo è articolato in due tappe di fondamentale importanza: la costituzione e la quotazione della SPAC (Kolb e Tykvova, 2016)<sup>2</sup>. La fase embrionale della vita della SPAC consiste nella sua costituzione, procedura realizzata mediante il finanziamento iniziale effettuato dal nucleo di soci fondatori (o promotori). In questo stadio, gli stessi promotori procedono alla costituzione del veicolo finanziario e all'iniezione di risorse da destinare sia alle attività operative del veicolo stesso, sia al sostegno dell'offerta pubblica iniziale (o *Initial Public Offering* - IPO). Questo atto viene formalmente completato tramite l'emissione delle azioni della SPAC (comunemente denominate “*founders' share*”) che, tramite possibili ulteriori acquisizioni, possono costituire fino al 20% del totale delle azioni (Jankinson e Sousa, 2009; Lewellen, 2009). La seconda fase – la quotazione – si concretizza mediante un'IPO, il cui procedimento segue i medesimi tratti distintivi dell'IPO convenzionale, benché risulti essere più celere e snodato in quanto la società in questione non presenta attività operative<sup>3</sup>.

Una volta completata la raccolta dei fondi, la fase successiva è rappresentata dal *processo di investimento dei capitali* in una società *target*. Tale processo si articola in quattro attività fondamentali: a) individuazione della società *target*; b) proposta della società *target* agli azionisti; c) l'approvazione della BC; e infine, d) la realizzazione della BC. *L'individuazione della società target* comprende tutte le attività legate alla ricerca e alla selezione della società che verrà presentata all'assemblea dei soci per l'approvazione. Questa fase riveste un'importanza particolarmente critica poiché getta le fondamenta per la realizzazione dell'investimento e per la creazione di valore per tutte le parti coinvolte. Il periodo per completare questa attività è vincolato a 18 o 24 mesi. Questo processo inizia con l'individuazione di opportunità di

<sup>2</sup> Il processo di nascita e di sviluppo della SPAC è stato illustrato più ampiamente nel primo capitolo, cui si rinvia. In questa sede, il richiamo fatto a quanto già trattato è strumentale alla definizione delle fasi nella chiave di lettura della catena del valore adottata.

<sup>3</sup> Per favorire il lettore, si richiama quanto descritto nel primo capitolo. In funzione della IPO, i soci fondatori sono tenuti ad attivare un *roadshow*, un insieme di incontri con la comunità degli investitori istituzionali attraverso i quali possono fornire una panoramica dettagliata della SPAC. I fondi raccolti tramite l'IPO vengono vincolati in un apposito conto di garanzia (noto come *escrow account*) grazie al quale gli investitori riceveranno un rendimento fino a quando i promotori non identificheranno una società *target* e verrà ratificata l'operazione di combinazione aziendale (Gahng et al., 2021).

investimento, comunemente chiamato *deal flow*. Questo flusso di opportunità può provenire da diverse fonti, tra le quali citiamo le segnalazioni dirette da parte delle aziende interessate, la rete di contatti dei soci promotori che può includere professionisti del settore, imprenditori, consulenti finanziari e altri, che segnalano loro possibili opportunità e le ricerche interne volte ad individuare settori, aziende o mercati che potrebbero presentare opportunità interessanti. L'efficacia del *deal flow* dipende dalla qualità delle opportunità che vengono presentate e dalla capacità di selezionare quelle più promettenti e allineate agli obiettivi di investimento. Le strategie adottate per gestire il *deal flow* dipendono da vari fattori, tra cui le caratteristiche del promotore (come reputazione, esperienza e altro ancora), l'area geografica di interesse e il tipo di investimenti preferito (settore, dimensioni e così via) (Gervasoni e Sattin, 2012). Una volta che si è generato un flusso di opportunità promettenti, il passo successivo nel processo di identificazione della potenziale *target* consiste nella selezione della società stessa. Questa selezione può essere guidata dalle indicazioni fornite nel prospetto informativo, il quale fornisce linee guida relative al profilo strategico, come ad esempio il mercato attuale e potenziale, il potenziale tecnologico, la crescita prevista, e così via. Inoltre, fornisce informazioni sul profilo imprenditoriale e sul management *team*, includendo le competenze, le esperienze e la reputazione. Una volta individuata la società *target*, si procede a condurre un'analisi approfondita, comunemente nota come *due diligence*, e una valutazione iniziale per determinare il prezzo dell'operazione. In seguito, si dà inizio alle negoziazioni e si procede alla strutturazione dell'operazione, culminando con la formalizzazione della sottoscrizione del *master agreement* o della lettera d'intenti al termine di questo processo. Successivamente, la lettera di intenti sarà divulgata al pubblico e sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci per confermare la conclusione della BC. Come già menzionato, gli investitori della SPAC hanno un forte controllo sull'effettivo completamento dell'investimento proposto dai promotori. Questo controllo può essere esercitato in due modi: tramite l'approvazione dell'assemblea dei soci del *master agreement* che porta alla BC oppure dando agli investitori la possibilità di ritirarsi dall'accordo, richiedendo il rimborso dei fondi investiti. Quest'ultima azione potrebbe portare alla dissoluzione delle risorse necessarie per portare a termine l'operazione.

Una volta compiuta la fase di investimento, qualora venga approvata la proposta della BC, si avvia una successiva fase che potremmo definire, in sintonia con le dinamiche proprie delle operazioni dei *private equity*, come la fase di *gestione dell'investimento*. In questa fase, i promotori possono svolgere un ruolo attivo, lavorando per massimizzare il valore dell'entità at-

traverso una serie di iniziative che possono includere, per esempio, la ricerca di *partnership* strategiche e l'implementazione di nuove strategie, la gestione dei rapporti con gli *stakeholder* dell'azienda (ad esempio, attuali e potenziali investitori, soggetti finanziatori, ecc.), al fine di mantenere la fiducia e il sostegno di questi soggetti. Tuttavia, il coinvolgimento dei promotori nella *governance* dell'entità post-BC può variare notevolmente. Alcuni promotori possono considerare la costituzione della SPAC come l'obiettivo principale della propria attività, e quindi tendono ad avere un ruolo meno attivo nella gestione dell'entità post-BC. In questo caso, il loro obiettivo principale è ottenere un ritorno economico attraverso la conclusione di una BC di successo. In altri casi, i promotori possono considerare la SPAC come uno strumento per finanziare il proprio progetto imprenditoriale. Pertanto, una volta conclusa la BC, essi possono assumere un ruolo esecutivo nell'entità post-BC, lavorando attivamente per sviluppare e far crescere l'azienda (Gervasoni e Sattin, 2012).

Infine, l'ultima categoria di attività primarie ricomprese all'interno della catena del valore della SPAC è la fase di *smobilizzo della partecipazione* (o *disinvestimento*). Nel caso specifico della SPAC, questa attività comporta "semplicemente" la vendita sul mercato delle azioni della nuova entità. Per raggiungere questi obiettivi, è necessaria un'attenta pianificazione e gestione delle attività di smobilizzo della partecipazione, che può includere anche la negoziazione di accordi di *lock-up* con gli investitori fondatori e gli altri azionisti, la valutazione del momento giusto per cedere le azioni e l'identificazione dei potenziali acquirenti. Inoltre, è importante che la nuova entità abbia un'immagine solida e una strategia di crescita sostenibile per supportare la creazione di valore economico ed aumentare il valore delle azioni in possesso degli attori coinvolti. Nonostante l'importanza cruciale di tale attività nella prospettiva del valore per gli azionisti, è essenziale sottolineare che la decisione relativa all'eventuale disinvestimento è demandata a ogni socio. Di conseguenza, questa decisione non coinvolge più l'entità aziendale nel suo complesso, come avviene ad esempio nel caso del *private equity*, ma è piuttosto lasciata alla discrezione dei singoli azionisti. Pertanto, questa fase non verrà esaminata nell'ambito del presente lavoro, poiché non rientra nei suoi obiettivi.

A fianco delle operazioni principali, sussistono altresì le attività di supporto, preposte ad agevolare e sviluppare l'efficacia e l'efficienza delle attività primarie. Queste attività di supporto permeano in modo trasversale le diverse attività primarie e, nonostante sia possibile delineare categorie generiche, l'importanza relativa di ciascuna di esse ai fini della creazione di valore varia a seconda del settore specifico di riferimento. Nell'ambito delle

SPAC, le attività di supporto rivestono un ruolo di primaria importanza, poiché la definizione del *team* di gestione, della strategia di investimento, degli aspetti giuridici (ad esempio, lo statuto, la struttura della IPO, ecc.) e la gestione delle relazioni con gli investitori assumono un'elevata rilevanza, consentendo di realizzare con successo il processo di acquisizione e garantire il prosperare dell'operazione. In particolare, la *costituzione del team di gestione* riveste un ruolo fondamentale per il conseguimento del successo di una SPAC e consiste nell'individuazione e selezione dei membri chiave del *team*, nella valutazione delle competenze ed esperienze, nella definizione dei ruoli e delle responsabilità, nella ricerca di consulenti esterni, nonché nella creazione di sistemi di incentivazione adeguati. Un *team* di gestione adeguatamente strutturato, caratterizzato da competenze ed esperienze appropriate, si configura come elemento imprescindibile al fine di attrarre investitori fiduciosi e condurre le operazioni della SPAC con successo, contribuendo così ad aumentare la probabilità di generare valore per tutti gli attori coinvolti. Inoltre, l'attività di pianificazione strategica assume un ruolo cardine nella formulazione della strategia d'investimento della SPAC. Tale attività si propone di definire i principi che i promotori adotteranno nella ricerca e selezione della possibile azienda *target*, nonché nella configurazione dei termini e delle condizioni della BC. La strategia è solitamente resa pubblica per gli investitori potenziali e incorporata nel prospetto di quotazione. Essa può includere elementi come la capacità di generare un flusso di cassa stabile e crescente, un posizionamento competitivo solido in uno o più settori specifici, una dimensione della *target* coerente con l'ammontare di capitale da raccogliere, la natura dell'investimento (maggioranza o minoranza) e altri fattori. La terza attività di supporto essenziale nell'ambito delle SPAC riguarda gli aspetti legali della struttura della SPAC. Questa attività prevede la progettazione dei titoli offerti agli investitori all'IPO e dei titoli acquistati dai promotori, definendone le caratteristiche in termini di tipologia, numero, prezzo e diritti concessi ai loro titolari. La presente attività consta, tra le altre cose, della redazione dello statuto e del regolamento dei titoli della SPAC. Infine, giacché una SPAC diviene una società quotata in Borsa, assumono una rilevanza intrinseca la creazione e l'organizzazione di un apposito nucleo dedicato alle relazioni con gli investitori. Questo nucleo, comunemente denominato ufficio "*investor relations*", ha un ruolo di particolare spessore poiché svolge un compito fondamentale nella divulgazione e nel trasferimento di informazioni al mercato finanziario. L'istituzione di un ufficio *investor relations* costituisce un pilastro essenziale per mantenere una comunicazione aperta, tempestiva e accurata con gli investitori, sia quelli potenziali che quelli già coinvolti. Questo ufficio agisce da ponte tra la società e il mercato,

fungendo da canale di scambio per le notizie e i dati pertinenti all'andamento della SPAC e alle operazioni di BC. Oltre alla sua funzione di divulgazione, l'ufficio *investor relations* gioca un ruolo fondamentale nel costruire e preservare la fiducia degli investitori. Attraverso comunicati stampa, presentazioni, *call conference* e altre iniziative, l'ufficio *investor relations* contribuisce a garantire che gli investitori abbiano accesso a informazioni precise e dettagliate sulla strategia, gli sviluppi e le prospettive della SPAC.

### **3.3. Il *framework* teorico e la catena del valore delle SPAC**

Nel contesto delle SPAC, si pone come necessaria un'analisi rigorosa e sistematica delle dinamiche operative e delle strategie adottate, al fine di cogliere appieno il funzionamento di tali entità e la loro capacità di creare valore per gli attori coinvolti. In questo contesto, allo scopo di approfondire la comprensione di questo specifico strumento, esploreremo le potenzialità e l'applicabilità del modello della catena del valore mediante un'analisi critica alla luce di due teorie aziendalistiche rilevanti per il nostro ambito di studio: la prospettiva della *Resource-Based View* (RBV) e la teoria dell'agenzia. Da un lato, l'analisi della catena del valore, in sinergia con l'approccio teorico della RBV, fornisce una cornice interpretativa che consente di identificare i fattori chiave del modello della SPAC. Come detto, la RBV afferma che le risorse e le capacità uniche di un'azienda costituiscono le basi del suo vantaggio competitivo e del suo successo a lungo termine (Armstrong e Shimizu, 2007). Tramite l'analisi della catena del valore associata alla prospettiva della RBV, ci poniamo l'obiettivo di individuare le risorse e le competenze critiche per il successo di una SPAC. Dall'altro lato, l'analisi della catena del valore, in congiunzione con la teoria dell'agenzia, permette di valutare come i potenziali conflitti tra gli attori coinvolti possano influenzare le attività chiave e i flussi di valore all'interno della SPAC. In sintesi, l'integrazione dell'analisi della catena del valore con le prospettive teoriche menzionate offre una panoramica dei fattori che modellano le dinamiche strategiche e operative delle SPAC, nonché la generazione e la distribuzione del valore tra tutti gli attori coinvolti.

#### *3.3.1. La catena del valore nella prospettiva della "Resource-Based View": le risorse e le competenze strategiche*

Dalla sua introduzione nel campo della strategia aziendale, la *resource-based view* (RBV) è diventata un punto di riferimento nello studio del modo

in cui le aziende possono ottenere un vantaggio competitivo sostenibile (Armstrong e Shimizu, 2007). Nel contesto accademico e aziendale, il concetto di *vantaggio competitivo* svolge un ruolo cruciale nello studio della gestione aziendale. In termini essenziali, un vantaggio competitivo rappresenta la capacità di un'azienda di eccellere rispetto ai concorrenti, conquistare il mercato e resistere alle forze competitive che caratterizzano l'arena competitiva (Porter, 1985). Questa conquista si basa su due meccanismi fondamentali: il primo consiste nella capacità di soddisfare in modo più efficace le esigenze dei clienti, offrendo prodotti o servizi che sono percepiti come più vantaggiosi rispetto alle alternative presenti sul mercato. Il secondo meccanismo ruota attorno alla capacità di soddisfare le esigenze dei clienti in modo più efficiente, ovvero a un costo inferiore rispetto ai concorrenti. Il vantaggio competitivo assume il suo massimo valore quando è "sostenibile". In questo contesto, il termine sostenibilità si riferisce alla capacità dell'azienda di mantenere nel tempo una posizione di *leadership*, senza che i rivali siano in grado di annullarla, replicarla o superarla, nonostante i loro sforzi. Le aziende in grado di ottenere e mantenere un vantaggio competitivo sostenibile godono della prospettiva di generare profitti superiori rispetto ai loro rivali e, dunque, un valore economico superiore.

Nel contesto della RBV, l'acquisizione di un vantaggio competitivo deriva dall'identificazione di risorse e competenze aziendali uniche che permettono all'organizzazione di distinguersi dai concorrenti, generando una proposta di valore considerata superiore dal mercato di riferimento<sup>4</sup>. Un'altra prospettiva teorica strettamente connessa alla precedente è la cosiddetta "*knowledge-based view*" (o KBV). Mentre la RBV considera la conoscenza come una risorsa generica che, quando combinata con altre risorse, può conferire un vantaggio competitivo se trasformata in competenze distintive utilizzate in modo strategico (Barney, 1991; Penrose, 1959; Grant, 1996), la KBV considera la conoscenza come la risorsa strategica per eccellenza. Questa prospettiva attribuisce alla conoscenza tutte le caratteristiche necessarie per sostenere la creazione di un vantaggio competitivo sostenibile (secondo i principi noti della VRIN, come delineati nella RBV) (vedi Barney e Clark,

<sup>4</sup> Come illustrato nel secondo capitolo, la RBV stabilisce quattro criteri chiave, ampiamente esplorati in letteratura (Kraaijenbrink et al., 2010; Barney, 1991; Wernerfelt, 1984), per valutare la qualità di tali risorse e competenze aziendali, nonché la loro capacità di contribuire al perseguimento del vantaggio competitivo. Questi criteri comprendono: il valore intrinseco di tali risorse e competenze, la loro rarità sul mercato, la complessità per i concorrenti di replicarle e la loro non sostituibilità nel contesto delle attività aziendali. Questi criteri costituiscono l'essenza della RBV e offrono una base fondamentale di valutazione per comprendere in che modo le risorse e le competenze di un'azienda possano effettivamente influenzare il suo successo competitivo all'interno del mercato

2007; Andersén, 2011; Arend e Levesque, 2010). La KBV può essere dunque considerata come una ramificazione della RBV che ne amplia il portafoglio delle risorse aziendali basate sulla conoscenza (Grant, 1996). All'interno del contesto di ricerca KBV, emerge il concetto di capitale intellettuale (CI), che è concepito come un elemento costitutivo delle risorse intangibili. Si tratta di una forma di conoscenza tacita che concorre in modo significativo al processo di generazione di vantaggio competitivo e al raggiungimento del successo aziendale (Quinn et al., 1996; Bartlet e Ghoshal, 2002; Jardon e Martos, 2012). In particolare, il CI è stato descritto come la materia intellettuale - conoscenza, informazioni, proprietà intellettuale, esperienza - che può essere utilizzata per creare ricchezza (Stewart, 1997; Sveiby, 1998; Dumay, 2016). Questa definizione è composta da tre componenti principali: il capitale umano, il capitale strutturale (o organizzativo) e il capitale relazionale (o sociale) (Nahapiet e Ghoshal, 1998; Guthrie et al., 2006; Boedker et al. 2008). Il capitale umano comprende la conoscenza, le competenze, le esperienze e le capacità delle persone presenti all'interno azienda. Il capitale strutturale include la conoscenza organizzativa, come le *routine*, le procedure, i sistemi, la cultura e le informazioni dell'azienda. Infine, il capitale relazionale comprende tutte le risorse legate alle relazioni esterne dell'azienda con i suoi *stakeholder*, come i clienti, i fornitori e i partner R&D. Questa componente include anche la percezione che gli *stakeholder* hanno dell'azienda come l'immagine, la fedeltà dei clienti, la soddisfazione dei clienti, i legami con i fornitori, il potere commerciale, la capacità di negoziazione con le istituzioni finanziarie e le attività ambientali.

Nel contesto delle SPAC, la RBV assieme alla prospettiva specifica della KBV può costituire un quadro teorico fruttuoso per identificare e comprendere le risorse e le competenze che contribuiscono al successo delle operazioni e, di conseguenza, alla prosperità complessiva della SPAC e come queste possono contribuire alla creazione di valore per tutti gli attori coinvolti. In particolare, nell'ambito delle SPAC, le risorse intangibili e il capitale intellettuale rivestono un ruolo rilevante, poiché queste società non hanno attività operative e il loro unico "patrimonio tangibile" è costituito dai fondi raccolti dagli investitori durante l'IPO (Kim et al., 2021).

Come precedentemente delineato, il quadro operativo della SPAC si articola attraverso quattro attività primarie: (a) l'*attività di raccolta delle risorse finanziarie*; (b) l'*attività di investimento*; (c) l'*attività di gestione post-BC*; e, (d) l'*attività di disinvestimento*<sup>5</sup>. Ciascuna delle quattro fasi gioca un ruolo

<sup>5</sup> Pur essendo l'attività di disinvestimento cruciale per gli azionisti e la creazione di valore complessiva, non verrà trattata in questa sede. La decisione di disinvestire, infatti, è lasciata

fondamentale nel creare valore complessivo e necessita di un'ampia varietà di risorse e abilità fornite dai vari partecipanti coinvolti nella SPAC.

La fase di “raccolta di risorse finanziarie”, come detto, è indirizzata al collocamento dei titoli della SPAC (comunemente denominati “unità” o “unit”) sul mercato, con l’obiettivo di raccogliere il capitale attraverso una IPO, essenziale per concretizzare la BC (Kolb e Tykvova, 2016). Questa fase risulta notoriamente caratterizzata dalla sola partecipazione dei soci fondatori (o promotori), il cui principale obiettivo, oltre all’apporto della liquidità necessaria per la costituzione del veicolo, consiste nell’assemblare un *team* di gestione dotato di un capitale umano (i.e., conoscenze ed esperienze dei soci fondatori e del *management*) e relazionale (i.e., capacità relazionali e reputazione) in grado di garantire il successo sia dell’IPO, nel raccogliere i fondi necessari per finanziare la BC, sia della SPAC nel suo complesso, nell’individuare una società *target* capace di generare valore per gli azionisti (Mengoli e Di Maggio, 2009). Sebbene il capitale umano rivesta grande importanza in questa fase, poiché contribuisce primariamente alla definizione una strategia di investimento ritenuta di valore dagli investitori potenziali (Jenkinson and Sousa, 2011), il capitale relazionale dei membri della SPAC, che trova la sua massima espressione principalmente nella loro reputazione e credibilità, assume un’importanza cruciale (Haniffa et al., 2022). Questo valore risiede nel fatto che, a differenza delle IPO tradizionali, in cui l’azienda oggetto di quotazione dispone già di una struttura operativa consolidata e di attività aziendali preesistenti, nella SPAC mancano gli elementi tangibili che consentono agli investitori di effettuare una valutazione convenzionale (Kolb e Tykvova, 2016). In questo contesto, dunque, la fiducia tra potenziali investitori e la conseguente raccolta di capitali sono fortemente influenzate dall’immagine e dalla reputazione, le quali sono principalmente legate al *track record* delle *performance* passate e attuali dei fondatori (Haniffa et al., 2022; Berger, 2008). In aggiunta, precedenti studi hanno dimostrato come la partecipazione di persone con una rete di relazioni consolidata, da integrare con il già esistente patrimonio relazionale della SPAC, possa costituire un elemento di grande valore per la SPAC stessa (Haniffa et al., 2022). In questa fase, il tema del capitale relazionale della SPAC non si limita solamente a quello apportato dai soci fondatori, ma si estende anche ad altri soggetti coinvolti nel processo di raccolta fondi. In questo contesto, si fa particolare menzione degli *underwriter*<sup>6</sup>

alla discrezione dei singoli soci, rendendo questa scelta una questione personale piuttosto che una decisione presa a livello di azienda.

<sup>6</sup> Come detto, nel processo di quotazione di una SPAC, gli *underwriter* sono gli istituti finanziari o le banche d’investimento che agiscono come intermediari principali tra la SPAC e il mercato finanziario durante l’IPO al fine di agevolare la vendita dei titoli della SPAC al pubblico investitore.

e dei consulenti legali, il cui livello di specializzazione svolge un ruolo determinante nell'incrementare la fiducia nell'operazione e, di conseguenza, nella capacità di attrarre investimenti di capitale (Dimic et al., 2023a, 2023b). I fattori appena indicati (ovvero, competenze, esperienze, reputazione e solide reti di relazioni dei fondatori), soprattutto in un contesto segnato da una crescente competizione (Kang e Lee, 2023), hanno la capacità di conferire alla SPAC un evidente vantaggio competitivo nel processo di raccolta di capitali, contribuendo in modo sostanziale al successo delle stesse.

La fase successiva, denominata “*fase di investimento*”, come precedentemente menzionato, inizia con l'attività di ricerca finalizzata a individuare la società target e si conclude con l'approvazione o il rifiuto della BC da parte degli investitori. Con specifico riferimento alla *ricerca e selezione* dell'azienda target, tale processo si concretizza nella capacità dell'azienda di generare un flusso di operazioni di alta qualità e di selezionare quelle più promettenti e in linea con gli obiettivi di investimento (Nillson, 2018; Cumming et al., 2014). Anche in questa fase, come nella precedente, si osserva come il ruolo del capitale umano e relazionale apportato dai soci fondatori giochi un ruolo centrale.

Innanzitutto, la formulazione di una strategia di investimento costituisce un momento cruciale nella vita di una SPAC. Infatti, mentre essa rappresenta un elemento chiave per la valutazione da parte dei potenziali investitori riguardo all'attrattività del progetto (Datar et al., 2023a, 2023b), l'articolazione di una strategia d'investimento ben definita si rivela di importanza cruciale per stabilire i criteri nella selezione delle aziende target da sottoporre a valutazione non appena tali opportunità si presentano (Jenkinson e Sousa, 2017; Datar et al., 2023a). Dal momento che il processo di valutazione delle aziende target richiede notevole impegno di tempo e risorse, la capacità di eliminare preventivamente opportunità inadatte o incongruenti si configura come uno strumento indispensabile per un'allocazione ottimale delle risorse nella scelta di aziende che si allineano con il modello di business e la strategia corrente della SPAC nei tempi richiesti (Dimitrova, 2017). In questo contesto, le competenze e l'esperienza del team dei soci fondatori rappresentano un elemento fondamentale per delineare una strategia d'investimento efficace.

Un altro elemento fondamentale per identificare con successo opportunità di investimento di alta qualità è principalmente legato all'accesso a un continuo flusso di potenziali affari, noto come *deal flow*. L'efficacia di questo flusso di affari dipende, come precedentemente menzionato, dalla capacità della SPAC di accedere a opportunità considerate di elevata qualità. Tale accesso è strettamente vincolato alla rete di contatti e relazioni posseduta dai soci fondatori della SPAC, poiché la maggior parte delle acquisizioni com-

pletate sono generate in modo proattivo o provengono dalla rete di contatti con dirigenti aziendali (Gompers et al., 2016).

Il successo nella selezione dell'azienda *target* è determinato non solo dalla capacità di individuare opportunità di investimento, ma anche dalla competenza nel selezionare la società che sarà oggetto della BC. La scelta appropriata dell'azienda *target* può essere la differenza tra un'acquisizione ritenuta "negativa" o "positiva", influenzando così il successo o il fallimento di una SPAC (Jenkinson e Sousa, 2011). In primo luogo, la decisione sull'azienda *target* richiede un'analisi accurata delle prospettive di crescita dei ricavi e dei margini di profitto. Questa analisi implica una profonda conoscenza del settore e la capacità di valutare il vero potenziale dell'azienda (Kaplan e Strömberg, 2009). In questo contesto, il capitale umano, in particolare le competenze e le esperienze necessarie per condurre una due diligence efficace (come la conoscenza approfondita del settore e l'esperienza nelle fusioni e acquisizioni), svolgono un ruolo cruciale in questa valutazione. Queste risorse intangibili, rappresentate principalmente dal capitale intellettuale, emergono come fonte essenziale di valore anche durante la due diligence sulla società *target*. Durante questa fase, la SPAC, supportata da consulenti specializzati, cerca di convalidare l'accuratezza delle informazioni fornite dalla società *target* e di identificare eventuali passività o rischi nascosti che potrebbero influire sul valore intrinseco dell'azienda stessa. Nel caso in cui emergano passività o rischi precedentemente non dichiarati durante il processo di due diligence, la SPAC potrebbe utilizzare queste informazioni per rinegoziare il prezzo di acquisto, al fine di riflettere il cambiamento nel valore effettivo dell'azienda (Dimic et al., 2023b).

Infine, preme evidenziare come il capitale intellettuale della SPAC si riveli un fattore capace di incidere in maniera significativa sulla abilità di effettuare con successo la BC entro i vincoli temporali stabiliti. Oltre al mero atto di voto da parte degli azionisti, si rende manifesta la complessità del processo conduttivo alla BC, che si snoda attraverso una serie di attività richiedenti un grado di intesa su numerosi elementi tra le parti coinvolte, vale a dire la stessa SPAC e l'azienda oggetto dell'acquisizione. Tra le molteplici variabili che entrano in gioco, spiccano, a titolo esemplificativo, la valutazione dell'azienda *target*, definizione della struttura finanziaria e legale dell'accordo, la definizione dei termini e delle condizioni contrattuali. In conseguenza di ciò, occorre possedere competenze ed esperienze non soltanto di natura valutativa, ma anche di matrice finanziaria e negoziale in senso lato, le quali si profilano come determinanti al fine di garantire la definizione di un prezzo equo e/o favorevole, l'articolazione di una struttura finanziaria e giuridica robusta, oltre che di guidare con successo una tratta-

tiva proficua (Gervasoni e Sattin, 2012). Nonostante sia prassi consueta che numerose realtà aziendali si avvalgano della consulenza di soggetti esterni al fine di agevolare siffatti iter decisionali, non si può trascurare il valore derivante dal possedere competenze ed esperienze interne, elementi capaci di massimizzare i vantaggi derivanti dalla concreta partecipazione di tali esperti nel processo decisionale e strategico.

La “*fase di investimento*”, come precedentemente menzionato, giunge alla sua conclusione con l’approvazione o il rifiuto della BC da parte degli investitori. In questo contesto, sebbene l’obiettivo principale dei soci fondatori sia garantire un esito positivo per la BC, l’esito finale sarà principalmente influenzato dalle scelte pregresse effettuate fino a questo momento. In particolare, come indicato dalla letteratura, le decisioni riguardanti la composizione dei soci fondatori (Cumming et al., 2014), degli *underwriter* (Cumming et al., 2014; Lakicevic et al., 2014), dei consulenti (Cumming et al., 2014; Lakicevic et al., 2014) e degli investitori (Cumming et al., 2014) possono avere un impatto significativo sulla probabilità di un esito positivo della BC. Possedere una conoscenza approfondita in questo contesto risulta di fondamentale importanza affinché tutte le attività precedenti non siano vane.

Una volta conclusa la fase di investimento in caso di concretizzazione della BC, si inaugura il capitolo relativo alla *fase di gestione* della nuova entità. In particolare, come detto, indipendentemente dalla modalità della realizzazione della BC, il risultato ottenuto, di fatto, è una società operativa che presenta: una compagine sociale che include sia gli azionisti della *target*, come blocco di controllo, che della SPAC (soci promotori ed investitori); un’operatività aziendale originata dagli *asset* della *target*; le risorse finanziarie disponibili per sostenere percorsi di sviluppo (capitale della SPAC a cui, secondo i casi, si aggiungono nuovi apporti o finanziamenti). Come ampiamente delineato in precedenza, questa fase implica una serie di attività miranti a conseguire congiuntamente gli obiettivi di natura strategica ed economico-finanziaria che costituiscono il fondamento stesso dell’operazione. Con particolare riferimento ai soci fondatori, si denota come il loro livello di coinvolgimento sia strettamente connesso alla loro filosofia nei confronti di questo tipo di operazioni. Alcuni promotori possono vedere la SPAC come un mezzo per ottenere guadagni a breve termine, cercando di concludere l’operazione il più rapidamente possibile e realizzare un profitto dalla vendita delle azioni dopo la BC. Questi promotori possono non avere un forte interesse a rimanere coinvolti nella nuova entità nel medio o lungo termine. Altri promotori, invece, vedono la SPAC come uno strumento per finanziare il proprio progetto imprenditoriale e assumono un ruolo attivo da un punto di vista gestionale nella nuova entità post-BC (Gilligan e Wright, 2020). Questa tipologia di promotori può essere

interessata a selezionare un'azienda *target* che sia allineata alle proprie esperienze e competenze, e che possa offrire opportunità di crescita a medio o lungo termine. Indipendentemente dal ruolo giocato dai soci fondatori, come accennato in precedenza, in questa fase diventa evidente un connubio di risorse materiali e immateriali risultanti dalla combinazione delle due entità coinvolte: la SPAC e la società *target*. Nello specifico, da un lato, la società *target* contribuisce con le proprie risorse tangibili e intangibili. Le risorse tangibili includono le attività fisiche dell'azienda come, ad esempio, le proprietà immobiliari, le attrezzature e le scorte di magazzino. Le risorse intangibili includono elementi immateriali dell'azienda, come il *brand*, la reputazione, i brevetti, le licenze, le competenze dei dipendenti e le relazioni con i clienti. D'altro canto, invece, i soci fondatori della SPAC contribuiscono principalmente attraverso l'apporto di risorse immateriali, ovvero il loro capitale intellettuale. Tali soggetti sono, infatti, solitamente esperti con competenze specializzate in settori industriali, finanziari o tecnologici e possono offrire una varietà di risorse non tangibili che assicurano un'efficace ed efficiente gestione e la creazione di valore per gli azionisti. La letteratura ha sottolineato come le varie risorse e competenze, classificabili principalmente nell'ambito del capitale umano e relazionale, apportate dai soci fondatori, possano rivestire un ruolo cruciale nell'attuazione degli obiettivi strategici ed economico-finanziari della neonata entità. In particolare, da un lato, le competenze relative alla gestione finanziaria dell'azienda possono supportare l'ottimizzazione della struttura del capitale in termini di leverage al fine di minimizzare il costo dei capitali (Zarutskie, 2010; Kaplan e Strömberg, 2009; Gompers et al., 2016). A tal proposito, un'estesa rete di contatti ed una reputazione di affidabilità nei confronti dei potenziali finanziatori consentono al *team* di gestione di poter accedere sia ad una maggiore entità di capitale sia a tassi di interesse più convenienti (Ivashina e Kover, 2011). Dall'altro lato, a fianco dell'esperienza finanziaria, i soci promotori possono supportare l'azienda *target* attraverso le proprie competenze nell'ambito della gestione strategica ed operativa (Kaplan e Strömberg, 2009; Gompers et al., 2016). In tal senso, tra gli elementi del capitale intellettuale più rilevanti emergono, ad esempio, l'esperienza e le competenze relative alla pianificazione strategica e finanziaria, alla *governance* (compresa la selezione e composizione del *team* di gestione e l'accesso a un pool di talenti manageriali) ed alla gestione delle risorse umane (Muscarella e Vetsuypens, 1990). Grazie a queste ed altre competenze, i soci fondatori possono garantire una gestione aziendale volta alla creazione di valore per gli azionisti della nuova entità.

A conclusione di questo paragrafo, è opportuno sottolineare che, in questa fase, come ben noto, si verifica altresì la conversione delle diverse tipologie di titoli, quali ad esempio i *warrant*, in azioni ordinarie. Tale tematica verrà

trattata con ampio dettaglio nelle sezioni successive del presente lavoro. È, tuttavia, imperativo osservare che, per garantire una riuscita soddisfacente di questo processo, il *management* della nuova entità societaria risultante dalla fusione deve dimostrare di essere in grado di perseguire un solido percorso di creazione di valore. Per ulteriori approfondimenti su questa fondamentale tematica, si rimanda ai paragrafi che seguiranno.

Tab. 1 – Quadro sinottico delle risorse e competenze peculiari legate alle fasi della catena del valore della SPAC<sup>7</sup>

Attori della SPAC	PROCESSO DI RACCOLTA RISORSE	PROCESSO DI INVESTIMENTO	PROCESSO DI GESTIONE POST-BC
<b>Soci fondatori</b>	<p>RISORSE TANGIBILI Risorse finanziarie (necessarie per il funzionamento della SPAC e l'IPO)</p> <p>RISORSE INTANGIBILI <i>Capitale Umano</i> Competenze nella definizione di strategie di investimento <i>Capitale Relazionale</i> Immagine e Reputazione (<i>track record</i> delle performance dei fondi gestiti, attività di <i>marketing</i> e <i>road show</i>) Competenze di networking (accesso a potenziali investitori)</p>	<p>RISORSE TANGIBILI Risorse finanziarie (necessarie per il funzionamento dello SPAC e l'IPO)</p> <p>RISORSE INTANGIBILI <i>Capitale Umano</i> Competenze relative alla selezione dell'azienda <i>target</i>. Competenze relative alla conduzione della "<i>due diligence</i>" Competenze negoziali <i>Capitale Relazionale</i> <i>Deal Flow</i> proprietario</p>	<p>RISORSE INTANGIBILI <i>Capitale Umano</i> Conoscenze, esperienze e competenze relative alla gestione finanziaria, alla pianificazione strategica, operativa e finanziaria, alla governance ed alla gestione delle risorse umane. <i>Capitale Relazionale</i> Rete di contatti ed una reputazione di affidabilità nei confronti di potenziali partner o istituzioni finanziatori.</p>
<b>Investitori istituzionali</b>		<p>RISORSE TANGIBILI Risorse finanziarie (necessarie per la BC)</p>	
<b>Proprietari società target</b>			<p>RISORSE TANGIBILI e INTANGIBILI detenute dall'entità oggetto della BC.</p>

Fonte: nostra elaborazione.

<sup>7</sup> Il quadro proposto si focalizza sulle peculiarità della SPAC. Per questa ragione, nella tabella sono state riportate solo le risorse e le competenze rilevanti e distintive nell'ambito dell'operazioni SPAC.

### 3.3.2. *La catena del valore nella prospettiva della teoria dell'agenzia: i conflitti d'interessi tra gli attori della SPAC*

Come già evidenziato, il quadro interpretativo della catena del valore riveste un ruolo fondamentale nell'analisi dei fattori determinanti per il successo delle SPAC, poiché consente una comprensione dettagliata delle attività primarie e dei flussi di valore che permeano questa struttura. In questo paragrafo, la catena del valore viene osservata nella prospettiva della teoria dell'agenzia<sup>8</sup> al fine di esaminare le possibili dinamiche tra gli attori e come i potenziali conflitti tra di essi possono influenzare le principali attività ed i relativi flussi di valore. Nel contesto delle SPAC, i conflitti di agenzia possono emergere in ogni fase del ciclo di vita, richiedendo quindi che i vari attori coinvolti siano pienamente consapevoli di tali rischi potenziali, al fine di valutare con accuratezza il proprio grado di coinvolgimento.

La *fase di raccolta dei fondi* in una SPAC costituisce un momento chiave del suo ciclo di vita e presenta una serie di complessità. In questa fase, la principale fonte di conflitto di interessi riguarda la relazione tra i soci fondatori della SPAC e i potenziali investitori durante l'IPO. Questa situazione assume particolare rilevanza in quanto, a differenza delle aziende tradizionali, le SPAC non dispongono di attività operative al momento della quotazione in borsa. Pertanto, manca un processo di valutazione convenzionale basato su flussi di cassa o su *asset* fisici tangibili che possa guidare la determinazione del prezzo delle unità offerte in IPO. Il prezzo delle unità viene solitamente stabilito attraverso una serie di incontri tra il *management* della SPAC e gli *underwriter*, che fungono da intermediari finanziari nel processo di IPO. Il conflitto di interessi in questa fase riguarda principalmente la divergenza di obiettivi tra i soci fondatori e gli investitori istituzionali durante l'IPO. Da un lato, i soci fondatori sono incentivati a massimizzare il prezzo di emissione delle unità, poiché un prezzo più elevato comporta una raccolta di capitale iniziale superiore e può potenzialmente generare un valore economico maggiore per i fondatori. Dall'altro lato, gli investitori mirano a ottenere il massimo valore dai loro investimenti, preferendo quindi un prezzo di emissione più basso, che può ridurre il loro costo medio per azione e potenzialmente incrementare i loro rendimenti futuri. Questo conflitto potrebbe spingere i soci fondatori a fornire informazioni fuorvianti o eccessivamente ottimistiche ai potenziali investitori al fine di aumentare il prezzo di emissione. Questo comportamento rappresenta un rischio per gli investitori isti-

<sup>8</sup> Si richiamano, in questa sede, le considerazioni esposte in merito alla teoria dell'agenzia, nel secondo capitolo.

tuzionali, che potrebbero basarsi su informazioni poco accurate per prendere decisioni di investimento, potendo subire perdite o non ottenere il valore atteso dai loro investimenti (Berger, 2008). Tuttavia, è importante notare che questo conflitto di interessi risulta notevolmente mitigato in parte grazie alle garanzie previste nella fase di IPO al fine di allineare gli interessi dei fondatori e degli investitori della SPAC. Tra queste garanzie, un elemento fondamentale è rappresentato dalla custodia di una parte significativa dei fondi raccolti in un conto di deposito a garanzia, noto come *trust account* o *escrow account* (Pittenger e Grisin, 2009). La funzione di questo conto è duplice: in primo luogo, definisce la disponibilità di una somma di denaro per la realizzazione dell'operazione di BC, e in secondo luogo, garantisce che i fondi raccolti siano separati dal patrimonio della SPAC prima che l'operazione sia resa pubblica. I fondi rimangono detenuti sul conto del *trust* fino a quando non si raggiunge l'approvazione e la realizzazione della BC o fino alla liquidazione della SPAC, nel caso in cui l'operazione non venga effettuata. Inoltre, poiché i fondi sul conto fiduciario sono investiti in attività a basso rischio da una terza parte fiduciaria (Pittenger e Grisin, 2009), gli investitori saranno in grado di recuperare l'intero investimento o una somma leggermente superiore anche in caso di mancata approvazione della BC (Berger, 2008).

La presenza di conflitti di interessi si rivela significativa soprattutto nella successiva *fase di investimento* delle SPAC. In questa fase, uno dei principali conflitti riguarda la relazione tra i soci fondatori della SPAC e gli investitori (o *market shareholder*). Questo conflitto risulta evidente nell'ambito dell'individuazione delle opportunità di acquisizione e nella conclusione della BC. Va ricordato che i fondi raccolti nella fase precedente vengono depositati su un conto corrente fiduciario, il *trust account*, fino a quando la BC viene conclusa con successo o, in caso di fallimento dell'operazione, fino alla liquidazione della SPAC. Come detto, questa disposizione garantisce agli investitori il recupero dell'intero investimento o una somma leggermente superiore anche in caso di mancata approvazione della BC. Tuttavia, per i soci fondatori, l'insuccesso della BC comporta non solo la perdita dell'opportunità di guadagno prevista ma anche la perdita dell'intero investimento effettuato fino a quel momento. Tali considerazioni relative alle conseguenze dell'esito dell'operazione di BC sono di notevole interesse per i fondatori incentivandoli a portare a termine un'acquisizione, persino nel caso in cui non emergano prospettive tangibili di creazione di valore economico, ossia in caso di una "*bad acquisition*". La rilevanza di questo conflitto emerge chiaramente da diverse indagini sulle performance delle SPAC, le quali hanno rivelato che, nonostante si registrino rendimenti positivi all'annuncio della BC, le SPAC mostrano una tendenza a sottoperformare nel lungo termine rispetto

alle IPO tradizionali, alle fusioni inverse tipiche e al mercato azionario in generale (Kiesel et al., 2022; Kolb e Tykvova, 2016; Dimitrova, 2017). In pratica, i dirigenti potrebbero tendere a presentare proiezioni troppo ottimiste per promuovere il progetto agli investitori (Blankespoor et al., 2022). Queste proiezioni, anche in presenza di un mercato scettico sull'investimento, trovano spesso accoglienza tra gli investitori (Jenkinson and Sousa, 2011). Tuttavia, quando nel processo sono coinvolti attori con maggiore esperienza e competenza, come i fondi di investimento e i private equity, nella valutazione delle BC, si registra una maggiore cautela nell'approvazione dell'operazione, come indicato da Cumming et al. (2014).

Sempre in questa fase, un'altra significativa fonte di conflitti di interesse si manifesta nella dinamica tra i soci fondatori della SPAC e gli investitori nei rapporti con i proprietari dell'azienda destinata all'acquisizione. Da un lato, sia i soci fondatori che gli investitori perseguono l'obiettivo di identificare e acquisire un'azienda con solide prospettive di crescita in termini di ricavi e profitti. In questo processo, cercano di ottenere una valutazione equa o favorevole (Gervasoni e Sattin, 2012) con la finalità di massimizzare il valore dell'azienda *target*, poiché ciò influenzerà direttamente i rendimenti degli investitori. Dall'altro lato, i proprietari dell'azienda destinata all'acquisizione sono motivati dalla necessità di ottenere finanziamenti per sostenere progetti di espansione o il rilancio della propria azienda. Pertanto, essi cercano di ottenere il miglior prezzo possibile per la cessione delle loro azioni, il che è comprensibile poiché ciò influenzerà direttamente la disponibilità di risorse finanziarie per monetizzare parte del proprio capitale e/o per i loro piani di sviluppo. In questo contesto, i proprietari dell'azienda *target* potrebbero essere incentivati a non divulgare informazioni relative a passività o rischi potenziali che potrebbero influenzare la valutazione del prezzo e le prospettive future di creazione di valore economico. Questo conflitto di interessi si manifesta dunque nella difficoltà di ottenere una valutazione accurata dell'azienda *target*, in quanto gli interessi delle diverse parti coinvolte possono divergere. Inoltre, potrebbe esserci una mancanza di trasparenza o di accesso completo alle informazioni rilevanti necessarie per valutare adeguatamente l'azienda *target*. Questo rende essenziale una gestione attenta e responsabile di tali conflitti durante il processo di acquisizione, al fine di proteggere gli interessi degli investitori SPAC e garantire una valutazione equa dell'azienda *target*.

Anche nella fase di gestione, è possibile identificare situazioni di conflitto di interessi che potrebbero impattare la capacità di generare valore nell'operazione nel suo complesso. Una prima fonte di conflitto di interessi scaturisce dalla relazione tra i soci fondatori e gli investitori istituzionali, da un lato, e

i proprietari dell'azienda oggetto di acquisizione, dall'altro. Tale conflitto è da ricondurre alle motivazioni strategiche ed economico finanziarie che spingono le due categorie di azionisti ad intraprendere tale operazione. Da un lato, gli *SPAC investor* aspirano a massimizzare il valore economico dell'entità appena formata, in un periodo di tempo prestabilito prima dell'eventuale disinvestimento. D'altra parte, i proprietari dell'azienda target tendono ad avere obiettivi a medio e lungo termine, come ottenere finanziamenti per progetti di sviluppo o per rilanciare la loro impresa. Conseguentemente, i loro obiettivi potrebbero non allinearsi esattamente con quelli degli *SPAC investor*. Un esempio tangibile si ritrova nell'imprenditore di un'azienda a gestione familiare, cui potrebbero interessare la crescita aziendale e il processo di successione, aspetti non necessariamente coincidenti con gli obiettivi di rendimento attesi dagli investitori nel breve periodo (Dello Sbarba et al., 2020). Tale conflitto risulta enfatizzato dal fatto che la SPAC si concentra sovente sull'ottenimento di un pacchetto minoritario, consentendo all'azionista dell'azienda *target* di mantenere il controllo della società. In questa fase, si presenta dunque un conflitto di interessi tra l'azionista di maggioranza (proprietario della società *target*) e gli azionisti di minoranza (*founder e market shareholder*), dovuto alla diversità di obiettivi a breve e lungo termine che può caratterizzare la visione di questi due tipi di attori.

La fase di gestione successiva alla BC mette in rilievo un altro potenziale conflitto che può emergere, legato al fenomeno della diluizione del capitale. Come detto nei precedenti capitoli, la diluizione del capitale è un concetto finanziario che si riferisce alla riduzione della quota di proprietà relativa di un azionista in un'azienda a seguito della conversione dei titoli posseduti in azioni ordinarie da parte di altri azionisti. Nel contesto del presente lavoro, come già noto, i soci provenienti dalla compagine sociale della SPAC (tra cui fondatori e investitori) hanno la possibilità di convertire i *warrant* di loro possesso utilizzando la modalità *cashless*, ossia senza ulteriore esborso di capitali. Questa opzione, nel caso in cui la BC abbia successo, permette a tali azionisti di aumentare la loro partecipazione al capitale della società risultante dalla BC (Fumagalli, 2014), aumentando di conseguenza il rendimento del loro investimento. Va sottolineato che questi titoli sono concessi ai fondatori come unico compenso in relazione all'attività svolta nelle fasi precedenti alla BC. Se, da un lato, la conversione rappresenta un vantaggio evidente per gli azionisti provenienti dalla SPAC, consentendo loro di aumentare la loro quota di capitale senza dover effettuare ulteriori investimenti (nel caso di conversione *cashless*), dall'altro lato, essa comporta una riduzione percentuale della quota azionaria detenuta dai soci provenienti dalla compagine della *target*, generando di fatto una diluizione. Questo fenomeno di di-

luizione può avere conseguenze sia dal punto di vista patrimoniale, come una riduzione proporzionale dei dividendi, sia dal punto di vista amministrativo, con una diminuzione del peso relativo dei voti nelle assemblee, sebbene in genere la maggioranza del capitale rimanga nelle mani dei soci provenienti dalla *target*. In tal caso, è importante sottolineare che quanto detto può implicare l'insorgenza di comportamenti opportunistici. Anche se i proprietari della *target* sono consapevoli del fenomeno della diluizione al momento dell'accettazione della BC, non è escluso che, costituendo essi la maggioranza nella nuova entità, possano adottare azioni volte a mantenere i prezzi di mercato dei titoli a un livello tale da non raggiungere il *target price* per la conversione. Questo potrebbe manifestarsi, ad esempio, mediante politiche di bilancio volte a preservare il valore creato dall'azienda e a evitare una diluizione eccessiva nel corso del periodo in cui la conversione è ancora possibile.

Tab. 2 – La catena di valore della SPAC alla luce della teoria dell'agenzia

ATTORI	FONTI DEI POSSIBILI CONFLITTI		
	FASE 1 - RACCOLTA	FASE 2 - INVESTIMENTO	FASE 3 - GESTIONE POST-BC
<i>Founder vs market shareholder</i>	Prezzo di emissione delle <i>unit</i> .	Realizzazione della BC: entro i tempi per i <i>founder sh.</i> ; conveniente per i <i>market sh.</i>	
<i>Founder and market shareholder vs target shareholder</i>		Definizione dell' <i>entry multiple</i> per acquisire la <i>target</i> .	Disallineamento di obiettivi: breve periodo vs lungo periodo  Conversione <i>cashless</i> : Volontà di raggiungere i <i>target price</i> per la conversione degli <i>warrant</i> (azionisti provenienti dalla SPAC) vs atteggiamento prudente e orientato al potenziamento del valore per garantire l'opzione di sviluppo o crescita (azionisti provenienti dalla <i>target</i> ).

Fonte: elaborazione propria.

### 3.4. Conclusioni

Nel presente capitolo, è stata condotta un'analisi della catena del valore al fine di sviluppare un quadro teorico basato sulla *Resource-Based View* (RBV) e sulla teoria dell'agenzia. Questo approccio mira a fornire uno strumento per esaminare le dinamiche operative e il loro impatto potenziale sulla creazione di valore delle SPAC. Le SPAC, quali innovativi veicoli finanziari, si dedicano alla raccolta di capitali per sostenere la crescita di aziende *target*, proponendo una forma di remunerazione basata sull'incremento del valore economico delle aziende oggetto di fusione. Il nostro obiettivo primario è

delineare il processo attraverso il quale le SPAC generano valore, partendo dalla raccolta di capitali fondamentale all'acquisizione di un'azienda a un prezzo prestabilito e procedendo con l'attuazione di un piano strategico volto ad aumentarne il valore economico, il che si traduce in vantaggi significativi per tutti gli *stakeholder* coinvolti.

Per comprendere appieno il processo di creazione di valore delle SPAC e le sue determinanti, ci concentriamo sull'approccio fornito dalla *Resource-Based View* (RBV), il quale ha consentito un'analisi approfondita delle risorse e delle competenze che determinano la loro capacità di creare valore per tutti gli attori coinvolti, dai loro investitori ai proprietari delle aziende oggetto di acquisizione. Dall'analisi è emerso il ruolo centrale delle risorse intangibili e, più in generale, del capitale intellettuale. Dal momento che le SPAC non conducono attività operative, il loro successo è strettamente legato alla capacità dei fondatori e del *management* di raccogliere capitali, individuare l'azienda *target*, concludere la BC e condurre la nuova entità nel percorso di creazione di valore. Nella fase di raccolta di risorse finanziarie, il capitale umano e relazionale dei soci fondatori riveste un'importanza fondamentale, esercitando un impatto cruciale nell'incoraggiare gli investitori a sostenere il progetto della SPAC. La reputazione e la credibilità dei fondatori, insieme alla loro capacità di costruire una rete di relazioni, giocano un ruolo fondamentale in tal senso. Altrettanto significativo è il ruolo chiave dei consulenti e delle banche d'investimento specializzati. Nella fase di investimento, il capitale intellettuale, che comprende il capitale umano e relazionale, si rivela indispensabile per una selezione efficace dell'azienda *target*. La competenza nel settore, la capacità di valutare le opportunità e l'accesso a una rete di relazioni costituiscono elementi chiave per il successo nella scelta dell'azienda *target*. Anche se nella fase post-BC, il grado di coinvolgimento dei fondatori e del *management* può variare, il loro capitale intellettuale continua a rivestire il ruolo di risorsa chiave per supportare la nuova entità nel conseguimento delle aspettative di creazione di valore. In breve, le risorse tangibili e intangibili messe in campo dalla società *target* si congiungono con le competenze e l'esperienza del *management* delle SPAC, creando un connubio potenzialmente in grado di migliorare la posizione competitiva dell'azienda *target* e la sua capacità di creazione di valore economico.

Parallelamente, l'analisi mira ad approfondire il tema della catena del valore delle SPAC, considerando la prospettiva della teoria dell'agenzia ed evidenziando i potenziali conflitti di interessi tra le diverse parti coinvolte in questo complesso scenario finanziario. Emerge che, nel corso della fase di raccolta dei fondi, il potenziale conflitto di interessi tra i fondatori della SPAC e gli investitori istituzionali, in merito alla determinazione del prezzo

delle unità offerte durante l'IPO, possa costituire un primo elemento che potenzialmente pregiudica la capacità degli investitori di generare valore economico. Tuttavia, il meccanismo del *trust account* svolge un ruolo chiave nel mitigare tale conflitto, garantendo la salvaguardia degli interessi degli investitori. Nella fase di investimento, è stato posto in evidenza il conflitto tra gli obiettivi dei soci fondatori delle SPAC e gli investitori, considerando l'incentivo dei primi a completare un'acquisizione, anche quando ciò potrebbe non essere nell'interesse degli investitori. Inoltre, abbiamo evidenziato un ulteriore conflitto tra i fondatori delle SPAC e i proprietari dell'azienda *target*, riguardo alla valutazione e alle prospettive di creazione di valore. Tali conflitti potrebbero influenzare la comunicazione di informazioni accurate e la trasparenza nel processo di negoziazione, sottolineando l'importanza di una gestione oculata, volta a garantire una valutazione equa delle aziende *target*. Passando infine alla fase di gestione post-acquisizione, emergono potenziali conflitti tra i soci fondatori delle SPAC e gli investitori, da un lato, e i proprietari dell'azienda *target*, dall'altro, poiché i primi saranno interessati a massimizzare il valore economico a breve termine, mentre i secondi potrebbero avere obiettivi più a lungo termine. A questo si aggiunge il fenomeno della diluizione del capitale e i potenziali conflitti che possono emergere in relazione alla conversione, in modalità *cashless*, degli *warrant*. La gestione oculata di tali conflitti è fondamentale all'interno del contesto delle SPAC, con l'obiettivo primario di garantire una distribuzione equa del valore generato.

Nel presente capitolo, è stata condotta una disamina delle risorse e dei potenziali conflitti che entrano in gioco nelle fasi di vita della SPAC. Come detto, tali fasi sono state organizzate e analizzate secondo un *framework* che si fonda sul concetto di catena del valore. La catena del valore è stata, dunque, riconfigurata per ottenere un modello interpretativo idoneo per la ricerca focalizzata sul fenomeno SPAC e per orientare l'analisi verso l'approfondimento delle dinamiche del valore e dei suoi *driver*. Tali aspetti saranno approfonditi nei capitoli successivi.

## 4. I PERCORSI DEL VALORE NELLE SPAC: IL CASO ITALY1

di *Francesca Bernini*

### 4.1. Il caso di studio

Il caso di studio trattato nel presente scritto permette di indagare con maggiore profondità e dettaglio (Yin, 2006), secondo una visione olistico-sistemica, gli aspetti strategici e di individuazione e gestione delle fonti del valore, codificando il percorso di vita della SPAC secondo il *framework* concettuale definito in precedenza<sup>1</sup>.

L'adozione della metodologia del caso di studio consente, da un lato, un maggior grado di approfondimento riguardo al “*come*” le SPAC creino valore e, dall'altro, accorda un maggiore livello di chiarezza circa le presunte relazioni causali intercorrenti tra le caratteristiche della SPAC e i processi di creazione di valore, sulle quali allo stato attuale la ricerca accademica non ha ancora individuato una via di investigazione approfondita<sup>2</sup>.

Diversamente dagli studi di tipo quantitativo, i metodi qualitativi ricercano le basi della generalizzabilità nello sviluppo di una formulazione teorica che possa rappresentare un modello da comparare con i risultati empirici. La possibilità di riferire a contesti più ampi le considerazioni emerse dal caso di studio analizzato è supportata dalla sostanziale replicabilità del modello operativo della SPAC che le accompagna dalla loro costituzione, fino alla fase della diluizione del capitale. Lo schema di funzionamento segue, infatti, un processo prevalentemente comune alle varie SPAC nelle diverse fasi opera-

<sup>1</sup> Si rinvia al capitolo 3.

<sup>2</sup> Risultano utili, a tale scopo, le parole di Yin (1994, p. 9) secondo cui il *case study* aiuta a comprendere “A how or why question is being asked about a contemporary set of events over which the investigator has little or no control”.

tive, sostenuto anche da un impianto normativo che, talora, ne limita le possibili manifestazioni difformi rispetto al caso analizzato in questa sede<sup>3</sup>.

Il presente caso di studio, collocandosi nel quadro teorico definito, intende mettere in luce i fattori che concorrono a determinare le peculiari leve operanti nei processi di creazione e gestione del valore nelle SPAC. Per conseguire questo obiettivo, avente carattere più generale, si intende indagare empiricamente come il processo di creazione di valore aziendale si evolve lungo le fasi di vita delle SPAC, quali sono le sue determinanti e se queste siano tra loro collegate. Infatti, le evidenze emerse dall'analisi della letteratura suggeriscono che la SPAC – per le sue caratteristiche intrinseche e per le capacità degli attori coinvolti – sia un fenomeno la cui attitudine a creare valore non sia sempre evidente e che non sia scontato il percorso con cui la SPAC consente una gestione del rapporto coi vari *stakeholder* orientata al valore.

Il caso di studio mira, inoltre, a mettere in evidenza la relazione e le reciproche influenze tra il valore generato dall'operatività aziendale e il valore scaturente dall'“architettura finanziaria” dell'operazione. Si intende osservare, infatti, se i *driver* del valore riferiti al primo aspetto possano integrarsi e/o compensarsi con quelli legati al secondo (Dimitrova, 2017). Considerando le peculiarità dei sistemi di compensazione del *management* e delle questioni riferite alla diluizione del valore, si prevede che i vantaggi e gli svantaggi che la SPAC propone si configurino diversamente per le varie categorie di soggetti coinvolti (Schumacher, 2020), delineando una pluralità di profili di analisi che può essere articolata nelle diverse prospettive (ad esempio, quella dei fondatori, degli investitori, del *management*, degli azionisti dell'azienda *target* o dell'azienda risultante dalla BC). Oltre a ciò, risulta utile indagare come le modalità con cui i meccanismi di creazione di valore caratteristici della SPAC possano indurre il perseguimento di obiettivi contrastanti tra varie categorie di azionisti o l'insorgenza di comportamenti di miopia manageriale, alla luce del quadro teorico di riferimento.

L'analisi del caso, inoltre, intende contribuire empiricamente alla definizione del quadro teorico per l'analisi dei percorsi del valore della SPAC, che sarà illustrato in seguito.

<sup>3</sup> Ulteriori considerazioni sul caso di studio e sulla metodologia adottata sono riportate nel capitolo 2, cui si rinvia.

## 4.2. La scelta del caso e le fonti dei dati

La SPAC oggetto d'indagine rappresenta il primo caso sviluppato in Italia, sul *Mercato degli Investment Vehicle* (MIV)<sup>4</sup>. Ciò ha consentito di includere nell'analisi alcuni aspetti particolari, quali il profilo pionieristico in relazione al Paese, la capacità di consentire l'osservazione di alcune caratteristiche e di taluni elementi legati all'adattabilità al contesto italiano. Inoltre, il *gap* temporale intercorso tra la costituzione della SPAC e lo sviluppo della ricerca ha permesso di analizzare il caso anche secondo una prospettiva longitudinale, capace di ricomprendere la fase successiva alle conversioni degli *warrant* e la realizzazione del suo percorso di crescita.

L'analisi del caso si è avvalsa di alcune fonti di dati, che sono risultati di cruciale importanza. In una fase iniziale del lavoro, sono stati reperiti e consultati i dati di archivio, le informazioni *web*, il prospetto di quotazione della società, i documenti utilizzati nei *roadshow*, i dati strategici e finanziari e i bilanci previsionali. Preme mettere in evidenza che, ad eccezione di alcune informazioni pubblicamente disponibili e relative ai profili strutturali della SPAC, i dati numerici utilizzati sono stati interamente modificati per ragioni di riservatezza. Pertanto, pur permanendo la significatività delle informazioni elaborate nel presente studio, i valori riportati sono adattamenti rispetto agli originali.

Oltre alle informazioni acquisite nelle modalità sopra descritte, un elemento chiave per gli approfondimenti proposti è rappresentato dai ripetuti colloqui e dalle interviste che sono stati rivolti a uno dei soci fondatori, nonché successivamente CEO della società risultante dalla BC. Ciò ha consentito di condurre lo studio ben oltre i dati numerici e ha favorito un efficace approfondimento nell'indagine delle domande di ricerca formulate.

## 4.3. La SPAC Italy1: analisi per fasi della catena del valore

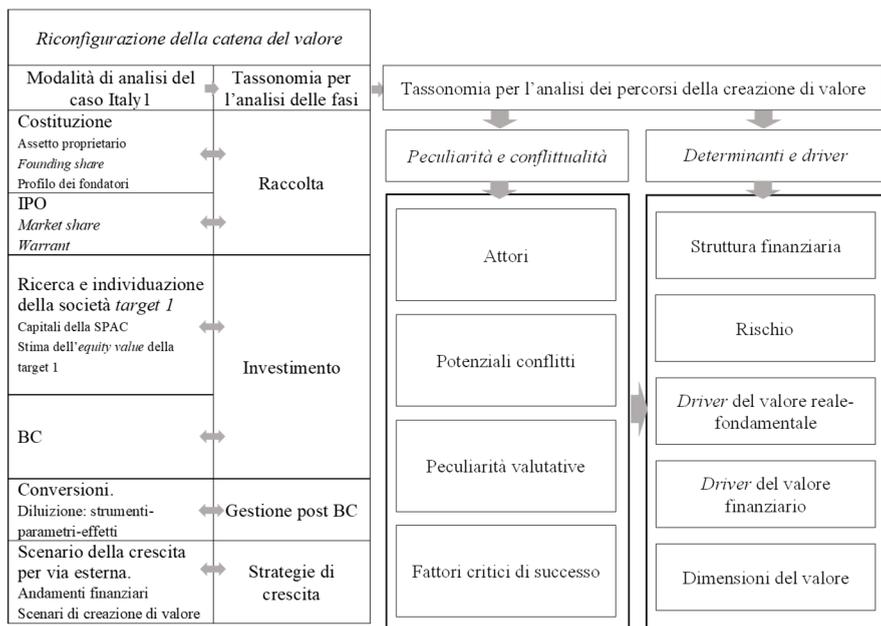
La modalità di analisi e di esposizione del caso Italy1 è stata definita seguendo un disegno strumentale per le interpretazioni scientifiche delle evidenze emerse alla luce del *framework* adottato e definito nel precedente capitolo 3. In particolare, l'analisi empirica della realtà studiata è svolta coerentemente con i profili economico-aziendali della SPAC delineati precedentemente.

<sup>4</sup> In realtà, si è assistito all'effettuazione dell'IPO sul mercato italiano di un'altra SPAC (*Made in Italy1*). Tale società si è quotata all'AIM in quanto il regolamento di Borsa Italiana ancora non prevedeva la possibilità di quotazione delle SPAC al MIV. Queste ultime, infatti, costituiscono un veicolo di investimento i cui impieghi non sono diversificati.

mente in chiave descrittiva, nonché con le fasi della catena del valore di Porter (1985) che è stata riconfigurata per dare rappresentazione della realtà investigata. In relazione allo schema analitico-interpretativo sopra richiamato, il caso di studio è rappresentato per fasi della catena del valore della SPAC Italy1 e descritto con l'intento di mettere in luce gli aspetti utili per finalizzare la concettualizzazione, che sarà illustrata nel prossimo capitolo quinto, che delinea i percorsi di creazione di valore nella SPAC. Nello specifico, in questa sede si intende mettere in evidenza gli aspetti che sono strumentali per individuare il ruolo degli attori coinvolti nelle attività di Italy1, le risorse chiave, i fattori critici di successo (Rockart, 1982; Pozzoli e Fattori, 1996), i rischi, gli aspetti legati al valore che si riconnettono alle suddette attività (Banker e Johnston, 2007), attraverso una lente teorica utile per la comprensione delle motivazioni alla base dei comportamenti dei soggetti.

Coerentemente con le finalità sopra esposte, lo sviluppo del caso di studio è proposto secondo una logica di fondo che prevede che le fasi in cui viene articolata l'esposizione delle evidenze emerse del caso informano e, al contempo, sono informate dal quadro teorico che esprime la catena del valore delle SPAC. Infatti, il *framework* concettuale esposto nel terzo capitolo è utilizzato per articolare le fasi dello studio del caso Italy1, coerentemente con la riconfigurazione della catena del valore proposta. Le evidenze che emergono dal caso sono finalizzate alla progettazione del quadro tassonomico dedicato alla teorizzazione dei percorsi di creazione di valore nelle SPAC. A tale scopo, il caso è strutturato in modo tale da offrire elementi utili per la definizione di ambiti di analisi inerenti sia alle potenzialità e ai conflitti emergenti, sia alle determinanti e ai driver del valore (si veda la figura 1).

Fig. 1 – Percorso di studio del caso Italy1 come strumento per la finalizzazione di un quadro per l’analisi della creazione di valore nelle SPAC



Fonte: elaborazione propria.

Alla luce di quanto detto, i sottoparagrafi che seguono sono organizzati in modo da descrivere gli aspetti tecnico-operativi che sono ritenuti capaci di contribuire al raggiungimento della finalità sopra indicata.

#### 4.3.1. La costituzione e la definizione della struttura di governo

La prima fase di vita della SPAC prende avvio dalla sua fondazione, per mano di un gruppo di soci fondatori che ne sottoscrive il capitale.

Di seguito sono richiamati alcuni tratti principali dell’assetto istituzionale-normativo in cui la società è stata costituita, che contribuiscono a inquadrare il fenomeno alla luce di uno specifico contesto di riferimento.

Italy1 è stata fondata nel 2010 nel Lussemburgo<sup>5</sup> nella forma societaria di *Société Anonyme* (società di capitali) ed è la prima SPAC quotata alla Borsa Italiana sul mercato degli *investment vehicles*<sup>6</sup>. La SPAC, benché costituita nel Lussemburgo, intende svolgere la propria attività prevalentemente nel contesto italiano. In primo luogo, si osserva infatti che la raccolta dei capitali viene attuata sul mercato borsistico italiano, mediante l'operazione di IPO. Secondariamente, si consideri che l'attività dichiarata dalla SPAC stessa si riferisce all'attuazione della BC proprio con una società operante prevalentemente nel suddetto contesto-paese. Lo scopo dichiarato dalla società stessa al momento della costituzione è, infatti, l'effettuazione di una BC con una società la cui attività prevalente venga svolta nel contesto italiano e il cui *equity value* sia compreso tra i 300 milioni e il miliardo di Euro. La BC può essere realizzata, ad esempio, mediante un'operazione di fusione, di acquisizione di pacchetti azionari o di elementi dell'attivo.

La SPAC Italy1 si trova ad agire nel rispetto di un doppio binario normativo: quello del diritto societario lussemburghese, che ne ha regolato la costituzione nella forma di società di capitali, e quello dei regolamenti emanati da Borsa Italiana e da Consob in merito ai requisiti per la quotazione.

Con riferimento al primo aspetto, si rileva come l'ordinamento giuridico del Lussemburgo non prevedesse leggi o regolamenti da riferirsi in via specifica alle SPAC, in quanto le stesse venivano considerate alla stregua delle altre società, sebbene contraddistinte dal perseguimento di un obiettivo specifico e dichiarato<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Il diritto societario lussemburghese lascia più ampi margini di flessibilità in ordine ad alcune esigenze correlate al funzionamento della SPAC. Si fa riferimento, in particolare, all'istituto del rimborso delle azioni (*redemption*) per i soci che non sono favorevoli alla BC proposta.

<sup>6</sup> La quotazione al MIV era preferita dagli investitori, in quanto in tale mercato si prevedeva una regolamentazione più stringente, con riferimento alle società veicolo, rispetto a quanto riscontrato sull'AIM, che accoglieva la quotazione delle SPAC prima che fosse consentita una loro quotazione sul MIV.

<sup>7</sup> In particolare, nel contesto lussemburghese, le leggi che all'epoca impattavano sulle SPAC e ne disciplinavano le operazioni erano:

1. Il diritto commerciale lussemburghese;
2. La legge nazionale del 19 maggio 2006, emanata a seguito del recepimento della direttiva europea 25/2004 riguardante le problematiche connesse alle offerte d'acquisto;
3. La legge nazionale del 10 luglio 2005 che disciplina l'informativa da fornire nei prospetti di quotazione;
4. La legge nazionale del 9 maggio 2006 che disciplina, tra l'altro, la questione dell'abuso di mercato, operando per la creazione di mercati equi e stabili;
5. La legge nazionale dell'11 gennaio 2008 che riguarda gli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Riguardo al contesto italiano – in cui Italy1 si è quotata e ha realizzato la BC – si ritiene opportuno porre in evidenza il nuovo profilo dei mercati di quotazione di Borsa Italiana definito dal 24 maggio 2010, data in cui sono entrate in vigore le modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.<sup>8</sup>. Tra le altre cose, le modifiche sopra citate hanno condotto alla costituzione di un nuovo segmento del mercato regolamentato: il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* o MIV, dedicato alle negoziazioni delle *Special Investment Vehicle* (SIV). Tale segmento è, dunque, atto ad accogliere anche le SPAC le cui azioni, fino a tale modifica dei mercati potevano essere negoziate unicamente nell'AIM. È solo dal 24 maggio 2010 che il regolamento di Borsa Italiana prevede la quotazione al MIV dei veicoli con attività non diversificata<sup>9</sup>.

Con riferimento al capitale di finanziamento, Italy1 presenta solo capitale di rischio apportato dai soci promotori. La fondazione della società ha, infatti, previsto l'emissione di 3.000.000 azioni e la loro sottoscrizione da parte dei soci fondatori (*founder shareholder*), generando un apporto di capitale pari circa a Euro 35.000.

#### 4.3.1.1. L'assetto proprietario della SPAC al momento della fondazione

La tabella 1 mette in evidenza l'assetto proprietario della SPAC al momento della costituzione nel 2010. La SPAC è controllata da una società (qui denominata Alfa) che detiene una partecipazione pari al 68% del capitale. La società Alfa, a sua volta, è controllata da alcuni investitori. Le restanti quote sono possedute da tre persone fisiche (qui denominate Beta, Gamma e Delta).

<sup>8</sup> L'assemblea di Borsa Italiana, a seguito della delibera del 13 aprile 2010 ha emanato il "Regolamento", approvato poi dalla CONSOB con delibera n. 17302 del 4 maggio 2010.

<sup>9</sup> I riferimenti normativi relativi alla disciplina delle azioni delle SIV (e quindi anche delle SPAC) sono costituiti dal regolamento di Borsa Italiana. In particolare, agli articoli 2.2.42 e seguenti si tratta delle SIV, mentre la disciplina del mercato regolamentato MIV – in cui le azioni delle SPAC sono quotate – è contenuta agli articoli 4.6.1 e seguenti del medesimo Regolamento.

Tab. 1 – Assetto proprietario della SPAC al momento della costituzione

<i>Soci fondatori</i>	<i>Quota posseduta</i>
Società Alfa	68,2%
Socio Beta	19,6%
Socio Gamma	10,6%
Socio Delta	1,6%
Totale	100%

Fonte: elaborazione propria.

#### 4.3.1.2. Il profilo dei soci fondatori di Italy1

Una delle caratteristiche principali della SPAC, nella fase precedente alla realizzazione della BC, è l'assenza di *asset* tangibili. Come detto, infatti, queste società sovente sono paragonabili a scatole vuote che operano per la ricerca di un investimento da realizzare. Per questo motivo, il capitale umano e quello relazionale assumono fondamentale importanza, affinché le fasi successive alla costituzione possano essere realizzate con successo. Nel caso in analisi, la compagine dei soci fondatori è composta da investitori dotati di estese capacità manageriali e di grande esperienza. Le capacità e il *know-how* di cui sono portatori derivano dalla sedimentazione di competenze conseguite operando in attività diversificate che, per questo, si completano secondo un rapporto di complementarità. In particolare, il gruppo dei soci fondatori è composto da soggetti esperti nell'ambito del *private equity*, della finanza, del *management* e dell'imprenditoria. Essi, inoltre, hanno esperienza nel campo delle operazioni di gestione straordinaria, che sono strumentali alla realizzazione della BC. Oltre alle risorse invisibili sopra citate, si distingue l'importante rete di relazioni a cui tali investitori hanno la possibilità di accedere. Nello specifico, essi vantano la partecipazione a un ampio *network* di imprese che operano nel contesto italiano. Tale ultimo aspetto rappresenta una variabile chiave per le fasi successive dell'investimento e, in particolare, per la BC, attività caratteristica della SPAC. Infine, tra le risorse invisibili che costituiscono la chiave del successo di ogni SPAC, è possibile considerare la capacità di individuare le occasioni di investimento e di realizzarle nei tempi definiti come una risorsa distintiva. Tale risorsa può essere definita come *management expertise*.

#### 4.3.1.3. Le *founders' share*

La fase della costituzione della SPAC prevede l'emissione della prima categoria di azioni<sup>10</sup>, che sono trasferite in un conto bloccato insieme agli *warrant* che saranno introdotti in una fase successiva a garanzia, per gli altri investitori, che i promotori non possano uscire dall'investimento. L'analisi delle caratteristiche e dei vincoli riferibili a tali titoli risulta centrale ai fini della definizione delle peculiarità, delle conflittualità osservabili nell'ambito operativo delle SPAC e delle determinanti del valore, utili per finalizzare la successiva analisi teorica (Fig. 1).

Le azioni sottoscritte dai soci fondatori (c.d. *founders' share*) hanno gli stessi diritti delle azioni che saranno successivamente acquisite dagli altri investitori (c.d. *market share*) e che saranno trattate più avanti. Le prime, tuttavia, si differenziano dalle seconde sia per il prezzo di sottoscrizione, sia per la presenza di alcuni vincoli.

In particolare, i fondatori della SPAC hanno sottoscritto un aggregato di n. 3.000.000 azioni a un prezzo indicativo pari circa a € 0,012<sup>11</sup>, generando un apporto di capitale pari a € 35.000.

Riguardo ai vincoli a cui le *founders' share* sono sottoposte, si specifica quanto segue. Si hanno, anzitutto, alcuni vincoli che investono i diritti amministrativi dei soci fondatori. Essi consistono, in particolare, nell'esclusione di tali soci dalle votazioni che riguardano la realizzazione della BC. I soci fondatori, unitamente agli amministratori, non possono inoltre influenzare in alcun modo le decisioni prese dagli altri azionisti in merito alla realizzazione della BC. Qualora, poi, i soci fondatori o gli amministratori acquisissero in sede di IPO o sul mercato secondario, ulteriori azioni ordinarie (*market share*) allora il relativo voto espresso in sede di approvazione della proposta di BC dovrebbe essere favorevole. Questo, come verrà meglio illustrato in seguito, esclude per i proprietari di tali titoli il diritto di chiedere il rimborso delle azioni possedute in caso di delibera favorevole.

Le *founders' share*, inoltre, sono gravate da vincoli che investono la loro libera trasferibilità (clausole di *lock-up*). Le azioni emesse al momento della costituzione, infatti, non possono essere negoziate e, allo scopo di fornire

<sup>10</sup> Nel contesto americano, generalmente, in fase di costituzione si prevede l'emissione di *unit*. Tali unità sono composte da azioni e *warrant*. Tuttavia, la SPAC oggetto di analisi si costituisce mediante emissione di soli titoli azionari.

<sup>11</sup> Il prezzo di emissione delle *foundings share* è stato stabilito dividendo l'ammontare del capitale apportato (valore minimo per le SPAC), pari circa a 35.000 Euro, per il numero di azioni da emettere. Si rileva che il capitale apportato dai soci fondatori al momento della costituzione verrà investito nelle varie attività strumentali alla raccolta dei capitali e, quindi, alla quotazione.

garanzie agli investitori operanti sui mercati, sono detenute in un conto bloccato (*Blocked Securities Account*). Le azioni dei soci fondatori vengono liberate dalla suddetta condizione di *lock-up* – e, quindi, trasformate in *market share* – in momenti diversi. Si hanno, infatti, tre distinte categorie di azioni:

- B1 (1/3) saranno trasformate in *market share* al momento della BC (in particolare, dopo 6 mesi dalla BC e non prima di un anno dalla realizzazione dell'IPO);
- B2 (1/3) saranno convertite quando il prezzo medio di mercato (ponderato per il volume dei titoli) raggiunge il limite di € 11,50;
- B3 (1/3) saranno convertite quando il prezzo medio di mercato, ponderato per il volume dei titoli, raggiunge il limite di € 13<sup>12</sup>.

La conversione in *tranche* è una particolarità della SPAC analizzata e di un numero ristretto di altre SPAC europee, prevista per introdurre un elemento di analogia con il *private equity* in un *deal* che diversamente potrebbe essere assimilato a una IPO. Quanto detto, inoltre, ha lo scopo di coinvolgere i soci fondatori nell'attività della SPAC anche una volta avvenuta la BC. La possibilità di liberare le proprie azioni dal vincolo di *lock-up*, solo in relazione a determinati andamenti dei prezzi di mercato, infatti, incentiva i fondatori a operare affinché la BC sia fonte di creazione di valore.

Sono previste, inoltre, alcune condizioni di conversione da attuare nel caso particolare in cui siano realizzati *take-over* volti all'acquisizione del controllo della società formatasi a seguito della realizzazione della BC. Tali condizioni, a breve descritte, sono state formulate allo scopo di rendere possibile lo smobilizzo delle *founders' share* nel caso di trasferimento del controllo della suddetta società. In particolare, le azioni del tipo B1 vengono automaticamente convertite al momento in cui si verifica il passaggio del controllo; le azioni del tipo B2 e B3 vengono convertite in *market share* solo se il trasferimento del controllo avviene a prezzi prestabiliti (>11 Euro le prime; >12 Euro le seconde), che sono indicati nel prospetto di quotazione.

Ulteriori condizioni di conversione riguardano, poi, i casi di liquidazione della SPAC e di mancata conversione entro i 5 anni dalla realizzazione della BC. Nella prima circostanza citata, è previsto che le *founders' share* siano rimborsate, previo rimborso delle altre azioni (prezzi definiti ex-ante per entrambi i rimborsi); nella seconda eventualità, invece, saranno rimborsate sempre al medesimo prezzo.

<sup>12</sup> Le *tranche* di azioni la cui conversione è collegata all'andamento dei prezzi di mercato non possono essere trasformate in *market share* prima di un anno dal compimento della BC.

### 4.3.2. La IPO: le market share e gli warrant

In questa fase, si assiste a un collocamento di titoli sia durante la quotazione, sia in *private placement* (Tab. 2).

Nella fase dedicata alla IPO, vi è l'emissione di 20.000.000 *unit* ovvero di azioni ordinarie classe A ("*Market share*") cum 20.000.000 *warrant* ("*Market Warrant*"). Il prezzo di ogni *unit* è pari a 10 Euro. L'inizio delle negoziazioni delle *market share* è definito nella data del 27 gennaio 2011.

Ogni *market share* incorpora, quindi, il diritto a ricevere un *market warrant* a partire dal quarantesimo giorno dalla data di inizio delle negoziazioni delle *market share* (ossia, il 14 marzo 2011).

Contestualmente, i fondatori sottoscrivono nell'ambito di un collocamento privato gli *warrant* al prezzo di 1 Euro ciascuno (risorse apportate = n. 3.000.000 *warrant* x 1 Euro). Questi saranno liberati, scambiati o trasferiti solo al momento della liquidazione della SPAC oppure a un anno dopo la quotazione o al completamento della BC, se successivo.

Tab. 2 – Quadro degli strumenti emessi nella fase della IPO

Strumento	Quantità	Caratteristiche
<i>Market share</i>	20.000.000	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di voto.</li> <li>• Diritto di dividendi.</li> <li>• Valore nominale = 0.</li> <li>• Il valore è riportato nella riserva sovrapprezzo azioni.</li> </ul>
<i>Warrant</i>	20.000.000 appartenenti alle <i>unit</i> .	Ciascuno legato a una azione emessa in IPO.
	3.000.000 collocati privatamente ai fondatori.	Non possono essere trasferiti prima di: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1 anno dalla quotazione.</li> <li>• Completamento della BC.</li> </ul> Non possono essere esercitati secondo l'opzione <i>cashless</i> , finché sono detenuti nel " <i>Blocked Securities Account</i> ".
<i>Caratteristiche degli warrant</i>		
Quotazione	Immediatamente dopo l'IPO, insieme alle azioni.	
Momento in cui possono essere negoziati separatamente dalle azioni	Prima data utile dopo 40 giorni dal listing date.	
Periodo di esercizio	Ultima data tra: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1 anno dalla quotazione.</li> <li>• Completamento della BC.</li> </ul>	
Scadenza	Prima data tra: <ul style="list-style-type: none"> <li>• primo giorno di quotazione dopo 5 anni dalla IPO.</li> </ul>	

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rimborsio o liquidazione.</li> </ul>
Modalità di esercizio	Cash: al prezzo di 11 Euro per azione.
	<p>Cashless</p> <p>La società può decidere di rendere effettiva la conversione in azioni senza corrispettivo da pagare, per gli <i>warrant</i> per i quali è stato chiesto l'esercizio (solo in caso di ammontare sufficiente delle riserve).</p> <p>Viene esplicitata una formula che determina il numero di azioni emesse a seguito dell'esercizio dei suddetti <i>warrant</i>: <math>S = W \times (FMV - SP) / FMV</math></p> <p>Se <math>FMV &lt; Strike Price</math> nessuno ha convenienza ad esercitare.</p>
<p>Legenda:</p> <p>S = numero di <i>market share</i> ottenute;</p> <p>W = numero di <i>warrant</i> per i quali è stato richiesto l'esercizio;</p> <p>FMV = <i>fair market value</i> del titolo (prezzo atteso, coincidente con le varie <i>tranches</i> di esercizio dei <i>warrant</i>);</p> <p>SP = prezzo di esercizio dei <i>warrant</i> (<i>strike price</i>, in caso di modalità <i>cash</i>).</p>	

Fonte: nostra elaborazione.

Al termine del periodo di offerta, sono pervenute adesioni da oltre 50 investitori istituzionali per 20.000.000 *unit* (*market share cum market warrant*), per un controvalore pari complessivamente a € 200.000.000.

Il nuovo capitale sociale, a seguito dell'offerta istituzionale, sarà rappresentato da un totale di 23.000.000 azioni ordinarie (incluse le 3.000.000 azioni ordinarie precedentemente sottoscritte dagli azionisti fondatori). Inoltre, gli azionisti fondatori investono € 3.000.000 a proprio rischio mediante l'acquisto di 3.000.000 *warrant*<sup>13</sup> ad essi riservati, nell'ambito di un collocamento privato che avverrà immediatamente prima della data di inizio delle negoziazioni.

Le *market share* e gli *Italy1 warrant* saranno quotati sul segmento Professionale del Mercato Telematico degli *Investment Vehicle* (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana (Tab. 3).

Tab. 3 – I capitali disponibili dopo la IPO

Post IPO	N. azioni	Raccolta
Fondatori	3.000.000	3.035.000 (35.000 sottoscrizione <i>founders' share</i> + 3.000.000 <i>warrant</i> a 1 € in <i>private placement</i> ).
Investitori	20.000.000	200.000.000
Totale	23.000.000	203.035.000

<sup>13</sup> Gli "Italy1 Warrant" sono costituiti sia dai "Founders' Warrant", sia dai "Market Warrant".

I fondi raccolti – sia quelli derivanti dagli *warrant* collocati in *private placement*, sia quelli derivanti dalla quotazione delle *unit* (IPO) – sono depositati nel *trust account*. Considerando le entrate, raccolte nelle modalità sopra descritte, e le uscite, si determina una dotazione per la BC pari a Euro 200.000.000. La tabella 4 riporta la descrizione della dotazione della SPAC.

Tab. 4 – Definizione dello SPAC “*endowment*”

<i>Entrate</i>	<i>Euro</i>
Prezzo <i>market unit</i>	200.000.000
Prezzo <i>founding warrant</i>	3.000.000
<i>Founders' share</i>	35.000
<i>Uscite</i>	
Totale spese sostenute per l'IPO	- 1.535.000
Liquidità trattenuta nel capitale circolante della SPAC	- 1.500.000
Totale <i>trust account</i> (SPAC <i>endowment</i> )	200.000.000

La IPO origina una ridefinizione dell'assetto proprietario che determina un primo *step* del processo di diluizione delle quote proporzionalmente detenute dai vari soci. Ciò avviene a fronte di un reale apporto di risorse e, perciò, si differenzia dal processo di diluizione vero e proprio che avverrà a seguito della conversione *cashless* degli *warrant*. In questa fase, dunque, non si considera il potenziale di diluizione che sarà generato con l'eventuale esercizio degli *warrant*.

#### 4.3.3. La ricerca e l'individuazione della società target 1

La SPAC ha due anni di tempo dalla sua costituzione per effettuare la BC (26/8/2010-26/8/2012). Tuttavia, se viene firmata la lettera d'intenti con la *target 1* entro il 2011, allora sarà concessa una proroga di 6 mesi per la realizzazione della BC. La lettera d'intenti viene solitamente seguita dall'attività di *due diligence* e solo dopo si propone il *deal* all'assemblea.

L'intento strategico della SPAC consiste nell'impiegare le risorse finanziarie raccolte per realizzare l'acquisizione di un pacchetto azionario di una società. La SPAC dichiara ex ante di voler focalizzare la suddetta acquisizione su una azienda operante in Europa e avente la parte rilevante del proprio *business* in Italia. Il *business* può consistere in una combinazione di una o più attività operative correlate.

L'individuazione della società *target 1* segue alcuni criteri, definiti dai fondatori della SPAC nelle fasi preliminari dell'operazione, che rappresen-

tano linee guida che gli amministratori dovranno osservare nella ricerca della suddetta società da presentare agli azionisti per il *deal*. L'investimento può riguardare ogni settore ricompreso nella *DJI Industry Classification Benchmark* (ICB), ad eccezione dei seguenti sotto-settori: prodotti chimici di base, alluminio, miniere, costruzioni pesanti, ferrovie, servizi di trasporto, difesa (solo i produttori di armi), servizi pubblici, banche, assicurazioni *full line*, *real estate*, fondi comuni di investimento immobiliare. Si indica, inoltre, di evitare una BC che presenta obiettivi in contraddizione con gli *standard* morali generalmente accettati<sup>14</sup>.

Le caratteristiche della società *target 1* ricercata sono, infine, le seguenti:

- società consolidata con solide *performance* finanziarie e operative storiche. L'intento è, inoltre, quello di non proporre acquisizioni di *start-up*;
- elevati livelli di flusso di cassa, che si dimostrino forti, stabili e ricorrenti;
- elevato livello di competitività. La società valuterà inoltre la sussistenza di prospettive di crescita, la dinamica competitiva, il livello di consolidamento, la necessità di reperire investimenti in capitale e le barriere all'entrata. All'interno di questi settori, la SPAC si concentrerà su società che possiedono la *leadership* nel mercato.

La SPAC analizzerà i punti di forza e di debolezza della *target 1* rispetto ai concorrenti, concentrandosi su fattori quali la qualità del prodotto, la fidelizzazione del cliente, i costi associati al passaggio dei clienti alla concorrenza, la protezione dei brevetti e il posizionamento del marchio. La SPAC cercherà di acquisire un'azienda o un'attività dotata di vantaggi competitivi rispetto ai concorrenti, capaci di garantire il mantenimento della quota di mercato e della redditività.

Il valore dell'*equity* della *target* dovrà ricadere nell'intervallo ricompreso tra € 300 milioni e € 1.000 milioni. Si ritiene, infatti, che le aziende delle dimensioni suddette possano essere particolarmente "attraenti" e che richiedano una entità dell'investimento compatibile coi fondi disponibili nel *trust account*.

La SPAC cercherà di acquisire un'azienda gestita da un *management team* esperto, con una comprovata esperienza nel guidare la crescita dei ricavi, migliorare la redditività e il flusso di cassa. La SPAC ritiene che l'esperienza dei membri del consiglio di amministrazione integrerà senza sostituire il gruppo dirigente della *target 1*. La SPAC ricerca un'impresa che presenta una base diver-

<sup>14</sup> Le linee guida prescrivono di evitare, ad esempio, società che si impegnano nella produzione o distribuzione di armi o altre forniture militari, che promuovono o sostengono regimi o stati che violano i diritti umani, discriminano determinati gruppi di dipendenti o corrispondono importi insufficienti ai sistemi di sicurezza sociale e così via.

sificata di clienti e/o fornitori. Tali imprese sono ritenute generalmente in grado di essere più resilienti nei confronti delle recessioni economiche, dei cambiamenti delle preferenze dei clienti e di altri fattori che possono avere un impatto negativo sul comportamento degli attori dei mercati di riferimento.

La società *target 1* individuata dal *management team* presenta un assetto proprietario in cui l'azionista di controllo ha natura familiare e in cui vi è un solo altro azionista minoritario (tabella 5). Come spesso accade nel contesto delle aziende familiari, soprattutto italiane, il controllo è saldamente detenuto nelle mani della famiglia (società a controllo bloccato), che allo stesso tempo, si dimostra resistente a una sua cessione. L'entrata della SPAC consente alla famiglia di mantenere il controllo sulla società risultante.

Tab. 5 – *Struttura proprietaria della target 1 prima dell'intervento della SPAC*

<i>Pre-BC</i>	<i>% quote</i>	<i>Equity value E.mil.</i>
Azionista 1 (famiglia)	90%	621
Azionista 2	10%	69
Totale	100%	690

Il capitale è detenuto in modo quasi totalitario dal primo azionista, mentre il secondo azionista è intenzionato a cedere alla SPAC parte del proprio pacchetto allo scopo di contenere la propria presenza nell'investimento, della cui gestione non si occupa direttamente.

#### 4.3.3.1. I capitali della SPAC

La SPAC, allo scopo di realizzare la BC, presenta una dotazione iniziale di Euro 200.000.000, che derivano dalla raccolta mediante IPO e dalle risorse provenienti dal *private placement* degli *warrant* dei fondatori.

La tabella 6 mette in evidenza la composizione delle fonti e la loro destinazione.

Tab. 6 – *Le fonti*

	<i>Azioni</i>	<i>Warrant</i>	<i>Dotazione per BC</i>
<i>Founder' SH</i>	3.000.000	3.000.000	0
Entrata	35.000 (investiti nella IPO)	30.000.000 (chiusi nel conto bloccato)	0
<i>Market SH</i>	20.000.000	20.000.000	
Entrata	200.000.000 (disponibili per BC)	0 (inclusi nel prezzo delle <i>unit</i> )	200.000.000

Le risorse originate dagli investimenti dei fondatori – non devolute al finanziamento della BC – sono utilizzate per sostenere i costi della quotazione (risorse raccolte al momento della costituzione della SPAC) oppure sono detenute in un conto bloccato (risorse rivenienti dal *private placement* degli *warrant*). Ne consegue che la BC sia interamente finanziata mediante la quotazione delle unità, che sono sottoscritte dai *market shareholder*. In sostanza, la SPAC opera la BC – che, ricordiamo, rappresenta la sua *mission* – grazie alla raccolta di capitali conseguente alla IPO, mentre le risorse apportate dai fondatori sono investite nella realizzazione della IPO stessa (*founders' share*) e nella costituzione del fondo di garanzia (*founders' warrant*). L'*investment team* di Italy1, organo che coadiuva l'*executive committee* nella ricerca di una società su cui focalizzare la BC, è composto da alcuni membri dello stesso *executive committee* e da altri esperti e, come detto, è fonte di risorse invisibili quali il capitale relazionale e reputazionale, che costituiscono risorse distintive affinché sia proposta e realizzata una BC di successo. L'*investment team* propone la società *target 1* e l'operazione di BC all'*executive committee*, a cui è delegata la gestione ordinaria della società, il quale se ritiene conveniente l'operazione la propone al CDA.

Il *deal* viene posto sotto votazione dell'assemblea dei soci della SPAC e viene accettato alle seguenti condizioni:

1. l'approvazione avviene con maggioranza assoluta.
2. Il rimborso non viene chiesto da una percentuale maggiore al 35% del capitale sociale.

Nell'ipotesi in cui tutti i soci dissenzienti chiedano il rimborso, occorrerebbe avere una percentuale dei votanti favorevoli pari al 66%, in modo da evitare il rischio di richieste di rimborso eccedenti il 35%. Per questo motivo, nel caso in analisi, si ipotizza una richiesta di rimborso pari al 20%. Ciò si traduce in un cosiddetto *approval rate* pari all'80%. Il capitale disponibile per l'investimento al netto dei rimborsi ipotizzati è, dunque, pari all'80% della dotazione della SPAC – 200.000.000 di Euro – ovvero a 160.000.000 Euro, che viene impiegato nella modalità descritta in tabella 7.

Tab. 7 – Gli impieghi dei capitali

<i>Impieghi</i>	<i>Euro</i>
1. Acquisizione di una partecipazione della <i>target 1</i> : 50% della quota del socio minoritario, pari al 5% del capitale della <i>target</i> pre aumento di capitale.	35.000.000
2. Parte dei costi di <i>underwriting</i> differiti: le <i>fee</i> da corrispondere agli <i>underwriter</i> in parte vengono regolate al momento dell'IPO e in parte dopo la BC, come quelle descritte.	2.400.000
3. Altri costi.	1.000.000

4. Aumento di capitale: la SPAC, oltre a investire nell'acquisto del pacchetto azionario pari al 5%, apporta risorse ulteriori mediante un aumento di capitale. Tali risorse sono destinate alla crescita, che è appunto la <i>mission</i> dell'investimento nel suo complesso, a partire dalla costituzione della SPAC, fino ad arrivare alla BC.	121.600.000
--	-------------

#### 4.3.3.2. La determinazione del valore dell'*equity* della società *target 1*

La fase che precede il *deal* individuato dall'*investment team* prevede la valutazione della società *target 1*. Nel caso in analisi, la valutazione viene effettuata impiegando gli approcci di stima fondati sui multipli di mercato. La stima dell'*equity value* della *target* “*as-is*”, infatti, viene effettuata mediante l'impiego di un moltiplicatore (*entry multiple*), stabilito a seguito di un accordo tra la SPAC e la *target 1*. Il multiplo utilizzato, da applicare al reddito operativo storico della *target 1* relativo al periodo 2011 è EV/EBITDA ed è definito nella misura di 8x.

Il processo di valutazione, è opportuno evidenziare, presenta la peculiarità di non distinguere in modo evidente la fase della valutazione, svolta dalle parti in causa secondo le specifiche prospettive di parte (Zanetti, 2000), da quella della negoziazione del prezzo ove generalmente entrano in gioco determinanti ulteriori e distinte rispetto a quelle proprie della valutazione d'azienda (OIV, 2015, PIV 1.6.1; Guatri e Bini, 2009; Paganelli, 1990; Ferrero, 1966). Anche in ragione dell'approccio valutativo scelto – quello dei multipli di mercato – in questa fase, prezzo e valore si presentano come grandezze interrelate e non risulta nettamente definita la distinzione delle fasi di valutazione e di negoziazione del prezzo di acquisto. Il valore del multiplo, infatti, è ottenuto mediante un processo di negoziazione tra la *target 1* e la SPAC. Da ciò si desume che l'*entry multiple* è già un “prezzo fatto” (Guatri e Bini, 2009; Romano, 2008; OIV, 2015, PIV 1.6) e che quindi ognuna delle due società avrà già svolto il proprio processo di valutazione strategica che porta alla individuazione dei valori di acquisizione o di cessione per la SPAC e per la *target 1* rispettivamente. Come noto, l'acquirente non sarà disposto ad accettare un prezzo (in questo caso un multiplo) di entità superiore al valore potenziale per l'acquirente, in modo da conseguire un *Net Purchase Value* positivo e da creare valore mediante il *deal*. Allo stesso modo, gli azionisti della *target 1* non saranno disposti ad accettare un multiplo, finalizzato alla definizione del prezzo, inferiore rispetto al valore aziendale stimato nella loro prospettiva di parte cedente (Guatri e Bini, 2009; Romano, 2008; Pratt et al., 2007), in modo da non concludere un *deal* che distrugge valore e che non si dimostra conveniente (Bernini, 2011). La negoziazione relativa alla definizione del multiplo e al prezzo finale, in

questo caso, avviene tra i *founder shareholder* e gli azionisti della società *target 1* intenzionati a cedere una parte del loro pacchetto azionario. I primi, trovando la propria convenienza nella conclusione della BC, sono disposti ad accettare anche multipli più elevati.

Il multiplo è una grandezza correlata al prezzo che ha tenuto conto, oltre che delle determinanti fondamentali della valutazione d'azienda, anche della capacità negoziale delle parti e di alcuni elementi che costituiscono peculiarità della SPAC oggetto d'indagine, tra cui, ad esempio, il fenomeno della diluizione che origina *driver* di valore riscontrabili a livello di particolari categorie di azionisti (livello *shareholder*). L'entità del multiplo dipende, infatti, anche della considerazione del *driver* di valore specifico della SPAC, originato dal fenomeno della diluizione che si verificherà in fasi successive.

La caratteristica distintiva fondamentale di questo tipo di operazioni è il fenomeno della diluizione generato, nella fase della gestione post BC, dalla conversione degli *warrant* detenuti dagli azionisti originariamente appartenenti alla compagine sociale della SPAC (fondatori e investitori) in modalità *cashless*. Nell'ottica di una analisi rivolta alla creazione del valore secondo il modello operativo delle SPAC, tale fenomeno costituisce un *driver* di valore che non può ritenersi secondario, bensì capace di sommare i suoi effetti a quelli prodotti dai *driver* di valore derivanti dall'attività economica della società risultante dalla BC, che impattano cioè sui parametri valutativi, quali flussi prodotti (*stand alone* o sinergici), i rischi connessi all'attività d'azienda e l'orizzonte temporale di manifestazione degli eventuali sovra-redditi.

L'*entry multiple* è più alto di quello che sarà impiegato per valutare il capitale della società nelle varie fasi della conversione (*valuation multiple*), in quanto il primo – derivato dall'incontro tra acquirente e *target 1* – tiene conto del *driver* di valore potenziale e soggettivo costituito dalla futura diluizione.

Il valore dell'*equity* della società da acquisire viene dunque determinato nella modalità descritte nella tabella 8.

Tab. 8 – Stima dell'*equity value* della *target 1* alla data della BC (2012)

	EuroMil.
EBITDA (2011)	105
<i>Entry multiple</i>	8x
Prezzo di acquisizione	840
Debito netto al 31/12/2011	150
<i>Equity value</i> (2012)	690

#### 4.3.4. La business combination

A seguito della valutazione descritta nel paragrafo precedente, la SPAC acquisisce metà della partecipazione minoritaria della *target 1*, ceduta dal secondo azionista (*shareholder 2*). L'operazione di M&A si concretizza mediante una fusione inversa.

Contestualmente alla fusione inversa, la SPAC aumenta il capitale apportando le risorse monetarie raccolte mediante l'IPO eccedenti quelle impiegate per l'acquisizione della partecipazione minoritaria, pari a 121,6 milioni, in modo da investire l'intero ammontare dei capitali disponibili (80% di 200.000.000 Euro).

Questo, analogamente a quanto visto nel caso della IPO, dà luogo a una ridefinizione degli assetti proprietari della società risultante. Infatti, a fronte del nuovo aumento di capitale saranno attribuite azioni di nuova emissione agli azionisti provenienti dalla SPAC. In questo modo, saranno rimodulate le proporzioni tra le quote degli azionisti della società di nuova formazione mediante un aumento del peso percentuale delle quote degli azionisti che originano dall'assetto proprietario della SPAC e una riduzione di quello degli azionisti che originano dagli assetti proprietari della *target 1*.

Nella tabella 9 sono riportati i dati riferiti alla struttura proprietaria della società risultante a seguito della fusione inversa e dell'aumento di capitale.

Tab. 9 – Struttura proprietaria della società risultante dalla BC

	Step 1 – M&A				Step 2 – Aumento di capitale			
	Pre	W	Deal 1	Post	Deal 2	Post		
SH1	90%	621		621	90%		621	77%
SH2	10%	69	(35)	34	5%		34	4%
SPAC			35	35	5%	+ 121,6	156,6	19%
Totale	100%	690		690	100%		811,6	



Impieghi	AP	Fee	AC	+ Cap.	Tot.
EuroMil.	35	2,4	1	121,6	160
%	22	2	0,6	76	100

Dove:

- SH1 è l'azionista di controllo della *target 1*.
- SH2 è il secondo azionista della *target 1*.
- W = Valore.

- AP = Acquisizione della partecipazione al capitale della *target 1*.
- Fee = Oneri per la sottoscrizione.
- AC = Altri costi.

L'operazione si configura come una acquisizione da parte della SPAC del pacchetto minoritario dal secondo azionista della *target 1*, una successiva fusione delle due società e un aumento di capitale realizzato dalla SPAC, che genera un'ulteriore variazione dell'assetto proprietario. A seguito della fusione la SPAC cesserà di esistere e la *target 1* diverrà automaticamente una società quotata. Uno dei vantaggi delle operazioni descritte, che contribuiscono a differenziare ulteriormente la fattispecie trattata dal *private equity*, è proprio la convenienza per la *target 1* ad accettare il *deal* dal momento che esso rappresenta una via facilitata per la quotazione.

#### 4.3.5. Le conversioni

La fase successiva alla BC prevede la gestione della nuova entità. La peculiarità di questa fase consiste nell'opportunità di osservare, oltre ai *driver* del valore legati all'operatività aziendale, anche quelli derivanti dal fenomeno della diluizione, che consegue alla conversione di *warrant* e di *founders' share* in azioni quotate. In altri termini, si originano in questa fase anche processi di creazione di valore che derivano dalle peculiarità degli strumenti finanziari e che interessano i soli azionisti provenienti dalla SPAC.

A tale scopo, sarà osservato l'andamento della società risultante dalla BC, prevalentemente – ma non esclusivamente – secondo una logica *stand alone*<sup>15</sup>. Il fenomeno della diluizione agisce producendo effetti diversi per i vari azionisti. Per tale motivo, in questa fase del lavoro intendiamo osservare il modo in cui il percorso del valore si manifesta per le differenti categorie di azionisti: fondatori e investitori, provenienti dalla SPAC, e azionisti già appartenenti alla struttura proprietaria della *target 1*, secondo una gestione combinata dei *driver* del valore scaturiti dall'architettura finanziaria dei processi della SPAC (diluizione) e quelli del valore operativo-fondamentale (flussi, rischi e multipli aziendali).

Come descritto in precedenza, i *founder* hanno acquistato i 3.000.000 *warrant* al prezzo di 1 Euro e i *market shareholder* ne hanno ricevuto uno per ogni *unit* acquistata a 10 Euro.

<sup>15</sup> Le logiche valutative, cui in questa sede si fa cenno, saranno più approfonditamente illustrate nel capitolo 5.

#### 4.3.5.1. Gli strumenti della diluizione

La terza variazione dell'assetto proprietario, nonché diluizione in senso proprio, avviene a seguito della conversione degli *warrant* in *market share*.

Come sopra descritto, gli *warrant* complessivamente sono 23.000.000 (20.000.000 derivanti dalle *market share* + 3.000.000 collocati privatamente ai fondatori). Questi *warrant* vengono convertiti in quattro *tranche*, ipotizzate di pari quantità, in relazione al raggiungimento di determinati prezzi delle azioni<sup>16</sup>. La conversione ipotizzata è di tipo *cashless*.

L'esercizio *cashless*, secondo cui non si richiedono versamenti di denaro per l'esercizio dei titoli, è possibile solo nel caso in cui la società abbia un ammontare di riserve ritenuto idoneo, in modo da contenere l'effetto della diluizione del capitale. Infatti, nel caso in cui non vi sia fabbisogno di liquidità (quella che sarebbe entrata in azienda a seguito della conversione a pagamento) si può rinunciare all'entrata dovuta al pagamento dello *strike price*.

La modalità *cashless* implica, da contratto, che il numero delle azioni risultanti dalla conversione (*output*) sia inferiore rispetto al numero degli *warrant* esercitati (*input*). In questo caso, viene ridotto il rapporto di conversione, che non è 1 a 1. L'*output* dipende dal prezzo di mercato delle azioni ed è dato dalla seguente formula:

$$\text{n. azioni} = \text{n. warrant} * (\text{FMV} - \text{SP}) / \text{FMV}$$

dove:

- n. azioni = numero di azioni risultanti dalla conversione;
- n. *warrant*: numero *warrant* convertiti;
- FMV = *fair market value* del titolo inteso come il prezzo atteso (coincidente con le varie *tranche* di esercizio dei *warrant*);
- SP = prezzo di esercizio dei *warrant* (*strike price*, in caso di modalità *cash*).

È degno di rilievo il fatto che l'applicazione di tale formula risulterà sempre in un *output* maggiore di zero. La logica alla base di questa affermazione risiede nel fatto che nessun investitore razionale convertirebbe mai lo *warrant* se lo *strike price* fosse più alto del FMV.

<sup>16</sup> I prezzi attesi delle azioni sul mercato sono determinati sulla base del multiplo stimato per ottenere l'*equity value*. Il prezzo è calcolabile dividendo l'*equity value* per il numero delle azioni della SPAC.

Oltre alla conversione degli *warrant* in azioni, il fenomeno della diluizione trova origine anche nella conversione delle *founders' share* in *market share*.

La tabella 10, espone gli strumenti oggetto di conversione e le condizioni ipotizzate affinché questa avvenga.

Tab. 10 – Prospetto di conversione delle azioni dei fondatori e degli *warrant*

<i>Founders' share</i>		
I <i>tranche</i>	Alla BC	1.000.000
II <i>tranche</i>	p = 11,5	1.000.000
III <i>tranche</i>	p = 13	1.000.000
<i>Founders' warrant</i>		
I <i>tranche</i>	p = 11,5	800.000
II <i>tranche</i>	p = 12	800.000
III <i>tranche</i>	p = 12,5	800.000
IV <i>tranche</i>	p = 12	800.000
<i>Investors' warrant</i>		
I <i>tranche</i>	p = 11,5	5.000.000
II <i>tranche</i>	p = 12	5.000.000
III <i>tranche</i>	p = 12,5	5.000.000
IV <i>tranche</i>	p = 13	5.000.000
Strike price = 11; Prezzo massimo per esercizio <i>warrant</i> = 13,5. Se il prezzo di mercato della azione sale oltre questo valore, gli <i>warrant</i> non sono più esercitabili.		

#### 4.3.5.2. Definizione dei parametri strumentali per la diluizione

Le azioni dei fondatori sono condizionate dalla clausola di *lock-up*. Esse vengono liberate da questo limite alla negoziabilità mediante un piano che prevede tre scaglioni e a determinate condizioni. La prima *tranche* viene liberata in sede di BC. Tale fase già rappresenta, quindi, un momento in cui si manifesta la diluizione. Le altre due *tranche* vengono liberate al momento in cui il prezzo di mercato della singola azione raggiunge i livelli sopra indicati. Gli *warrant* possono essere convertiti, anch'essi, a condizione che il prezzo di mercato della singola azione raggiunga i livelli sopra definiti (tabella 10).

Il valore del capitale, che è determinato mediante l'impiego degli approcci valutativi basati sui multipli, viene definito secondo il seguente processo:

- stima di un multiplo (*valuation multiple*) pari a 7,5x, calcolato sulla base delle *comparable*. Questo multiplo ha un valore inferiore a 8 – ovvero al multiplo usato per determinare il prezzo della acquisizione

– in quanto l'*entry multiple* ha assunto un valore più alto, in modo da poter incorporare il *driver* di valore potenziale costituito dalla diluizione futura. La valutazione effettuata in occasione del *deal* assume, dunque, carattere potenziale-evolutivo;

- determinazione della posizione finanziaria netta a partire dal dato storico, osservato per il 2011 – che è pari a  $150 - 121,6 = 28$  (EuroMil.) – ovvero il debito al momento dell'acquisto al netto delle risorse liquide introdotte mediante l'aumento di capitale contestuale all'operazione. La posizione finanziaria netta del 2012, ad esempio, determinata considerando tale dato iniziale, si quantifica di entità pari a EuroMil. 32.

La tabella 11 indica, nello specifico, le modalità di definizione delle grandezze sopra descritte.

Tab. 11 – Definizione dei parametri valutativi e andamento del CAGR

<i>EuroMil</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vendite	1.000	1.050	1.103	1.158	1.216	1.276	1.340
Tasso di crescita		5%	5%	5%	5%	5%	5%
EBITDA	100	105	110	116	122	128	134
Margine	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EBIT	80	85	89	94	98	103	108
Margine	8%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Utile netto	45	50	53	55	58	61	64
Margine	4,5%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
<i>Cash Conversion rate</i>			55%	56%	57%	58%	60%
<i>Debt repayment</i>			61	65	69	74	80
<i>Net Debt/(cash) al 31/12</i>		28	(32)	(97)	(166)	(240)	(321)
<i>Net Debt/EBITDA</i>		0,3x	(0,3x)	(0,8x)	(1,4x)	(1,9x)	(2,4x)
<i>Valuation multiple</i>			7,5x	7,5x	7,5x	7,5x	7,5x
<i>Equity value</i>			859	965	1.078	1.198	1.326
Prezzo azioni	€10	€9,84	€10,41	€11,61	€12,78	€13,95	€15,27

Nota: dati semplificati.

	CAGR 10-11	CAGR 12-16
Vendite	2,5%	5%
EBITDA	2,5%	5%
EBIT	3,1%	5%
Utile netto	5,4%	5%

Dove:

- $Equity\ value = 7,50 \times EBITDA$  – Posizione finanziaria netta.
- Prezzo della singola azione (variabile-livello per la conversione) =  $Equity\ value / \text{numero di azioni}$ .

- $CAGR = \text{compound annual growth rate}$ .

- Numero di *market share* risultanti dalla conversione degli *warrant*: si determina utilizzando la formula “n. azioni = n. *warrant* \* (FMV-SP)/FMV”, ogni volta in cui il prezzo di mercato supera i valori soglia definiti in tabella 10.

La tabella 12 illustra numericamente la dinamica del processo di conversione.

Tab. 12 – Analisi tecnica della diluizione del capitale causata dalla conversione (milioni)

		2012	2013	2014	2015	2016
<i>SPAC investor</i>		16,0	16,2	17,2	18,0	18,0
Azioni	(82,5 * 19%)	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
<i>Warrant</i>		-	0,2	1,2	2,0	2,0
<i>SPAC founder</i>		1,0	2,0	2,2	3,3	3,3
Azioni I		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Azioni II		-	1,0	1,0	1,0	1,0
Azioni III		-	-	-	1,0	1,0
<i>Warrant</i>		-	0,03 <sup>17</sup>	0,2	0,3	0,3
<i>Shareholder 2</i>		3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<i>Shareholder 1</i>		62,1	62,1	62,1	62,1	62,1
Azioni emesse	Totale	82,5	83,8	84,9	86,8	86,8
	Media	82,5	83,1	84,3	85,9	86,8

Nel 2012 vi è una diluizione dovuta alla conversione delle *founders' share* in *market share* al momento della BC (tabella 10). Non ci sono variazioni nel numero delle azioni per gli altri azionisti. Questo in quanto non si verificano le condizioni per l'esercizio della prima *tranche* di *warrant*.

Nel 2013 e nel 2014, vi è una prima diluizione dovuta alla conversione delle *founders' share* in *market share* al raggiungimento dei congrui prezzi

<sup>17</sup> Il valore è rappresentato al secondo decimale. Per questa ragione, il valore totale degli *warrant*, riportato sopra non è sensibile a tale variazione.

di mercato. La seconda diluizione è determinata dall'esercizio *cashless* degli *warrant* sia per gli SPAC *investor*, sia per gli SPAC *founder*. Si precisa che la conversione degli *warrant* è ipotizzata in 4 *tranche* per entrambe le categorie di azionisti (20 mil/4 per gli *investor* e 3 mil/4 per i *founder*).

Nel 2015 sono terminate le conversioni delle *founders' share*, mentre prosegue la conversione *cashless* degli *warrant* (*investor* e *founder*). Nel 2016 sono terminate tutte le diluizioni.

#### 4.3.5.3. Gli effetti prodotti dalla diluizione

L'effetto della diluizione è osservabile in una duplice prospettiva: il cambiamento dell'assetto proprietario e la redistribuzione del valore.

La conversione degli strumenti finanziari in *market share* ha indotto il fenomeno della diluizione delle quote. Tale diluizione ha impattato maggiormente sulla partecipazione dell'azionista 1 della società (3,7 p.p.), in conseguenza del fatto che questo possiede un pacchetto azionario più ampio rispetto a quello dello *shareholder 2*, che subisce infatti una diluizione minore (0,2 p.p.) (Tabella 13).

Tab. 13 – *Ownership split a seguito del processo di diluizione*

	2012	2013	2014	2015	2016	
SPAC <i>Investor</i>	19%	19%	20%	21%	21%	
SPAC <i>Founder</i>	1%	2%	3%	4%	4%	Diluizione
<i>Shareholder 2</i>	4%	4%	4%	4%	4 <sup>18</sup> %	0,2 p.p.
<i>Shareholder 1</i>	75%	74%	73%	72%	72%	3,7 p.p.
Tot	100%	100%	100%	100%	100%	

Il fenomeno della diluizione non opera soltanto come determinante della diversa ripartizione delle quote tra azionisti ma, come conseguenza di ciò, impatta anche sul valore osservato nella prospettiva del particolare azionista (*shareholder level*). È utile osservare come cambia lo *shareholder value* per le diverse tipologie di azionisti, se aumenta il numero delle azioni a seguito delle conversioni, senza che vi siano nuovi apporti di denaro. La tabella 14 espone gli effetti sul valore prodotti dal fenomeno della diluizione.

<sup>18</sup> I valori riportati sono approssimati.

Tab. 14 – Gli effetti sul valore per gli azionisti

EuroMil.	Entry	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Equity value</i>	811,6	859	965	1.078	1.198	1.326
<i>SPAC investor</i>	156,6	167	187	219	248	275
<i>SPAC founder</i>		10	23	28	46	50
<i>Shareholder 2</i>	34	35	39	43	47	52
<i>Shareholder 1</i>	621	647	716	788	857	949

La tabella 14 mette in evidenza alcuni dati. Nello specifico:

- *Equity value*: determinato in base alle ipotesi e agli andamenti rappresentati nella tabella 9, a cui si rinvia. Si ricorda che l'*equity value* è ottenuto mediante l'applicazione del multiplo 7,5x agli EBITDA stimati, sottratta la posizione finanziaria netta;
- all'"anno zero" l'importo indicato nelle righe degli azionisti provenienti dalla SPAC è pari al loro investimento netto (Tab. 9);
- il valore per gli azionisti provenienti dalla compagine della *target 1* è ottenuto applicando agli *equity value* la percentuale che indica la dimensione della partecipazione da essi detenuta, considerando le variazioni della stessa nei diversi periodi in cui di manifestano le conversioni<sup>19</sup>. A partire dal 2012, tale modalità di calcolo risulta applicata anche per la determinazione del valore per gli azionisti provenienti dalla SPAC;
- il CAGR per l'esercizio 2016 riferibile al valore per gli azionisti provenienti dalla *target* è pari al 8,8%.

#### 4.4. Possibili sviluppi del valore: proposta di una analisi di scenario

Lo studio di caso ha evidenziato i diversi percorsi di creazione del valore. Quello generato dall'attività operativa mostra un andamento del valore crescente. Tale valore si manifesta a livello aziendale (livello *entity*) e impatta positivamente e proporzionalmente sull'intera compagine sociale. Accanto a tale percorso, si osserva quello generato dalla diluizione, che invece ha l'effetto, per ogni fase delle conversioni effettuate, di modificare la ripartizione

<sup>19</sup> All'anno 0, tale partecipazione consegue al numero di azioni per tali soci risultanti dalla BC.

del valore generato dall'attività operativa, mediante una traslocazione di quote del valore economico, dall'economia dei soci provenienti dalla *target 1* verso quella dei soci originari della SPAC. I primi, infatti, beneficeranno di una creazione di valore netta determinata come somma algebrica tra la creazione di valore generata dall'attività operativa e l'effetto negativo della riduzione della quota di partecipazione a tale creazione di valore, generato dalla diluizione subita. Diversamente, i secondi beneficeranno di una creazione di valore cumulata scaturente dalla somma tra il valore creato dall'attività operativa e l'incremento della quota di partecipazione a tale creazione di valore, di cui si beneficia grazie al fenomeno della diluizione.

A partire dalla situazione descritta, viene ipotizzata una opzione di crescita che la società *target 1* ha perseguito mediante l'operazione compiuta con la SPAC, come descritto nei capitoli precedenti. Si ipotizza che la liquidità ottenuta mediante l'operazione suddetta sia impiegata nella crescita per via esterna mediante l'acquisizione di una seconda società (*target 2*) avvenuta nel 2012<sup>20</sup>. A tale scopo, si va a osservare l'andamento della società studiata nella prospettiva dell'azione di *driver* del valore potenziali e sinergici generati dall'acquisizione.

L'osservazione viene condotta secondo un'analisi di scenario che vede modificarsi il prezzo di acquisto della *target 2*. Ciò impatta sul valore creato mediante l'acquisizione della seconda *target* per gli azionisti. In questo modo, si mira a individuare l'entità della creazione di valore derivante dalla dimensione economico-aziendale alimentata dalle sinergie conseguibili necessaria per compensare la distruzione di valore per le categorie di *shareholder* che risentono della diluizione.

Le tabelle di seguito riportate (15 e 16) rappresentano gli andamenti economico-finanziari ipotizzati. Il *driver* di valore prevalente ipotizzato per tutti gli scenari è quello conseguente alla possibilità di conseguire sinergie, come risultato dell'acquisizione compiuta.

Tab. 15 – Il driver di valore delle sinergie (EuroMil.)

<i>Flussi</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Incremento dell'Ebitda	6	8	10	12	14
Costi di transazione	(2)	(1)			

<sup>20</sup> Per ragioni di chiarezza, d'ora in poi l'opzione della seconda acquisizione sarà indicata come M&A2. La società di nuova acquisizione è denominata "*target 2*" mentre la società con cui viene realizzata la prima fusione inversa è denominata "*target 1*".

Tab. 16 – Andamento della combined entity dopo l'acquisizione a partire dal 2012 (EuroMil.)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vendite	1.000	1.050	1.381	1.455	1.534	1.617	1.705
Crescita		5%	31,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
EBITDA	100	105	146	157	168	179	191
Margine	10%	10%	10,5%	10,8%	11%	11,1%	11,2%
EBIT	80	85	117	126	136	145	155
Margine	8%	8,1%	8,5%	8,7%	8,9%	9%	9,1%
Utile netto	45	50	68	74	80	86	91
Margine	4,5%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%

	Cagr 10-11	Cagr 11-16
Vendite	5%	5,4%
EBITDA	5%	7%
EBIT	6,3%	7,2%
Utile netto	11,1%	7,5%

Il presente paragrafo propone quattro possibili scenari legati alla seconda acquisizione, nell'intento di verificare come, in relazione a livelli diversi ipotizzati per il prezzo di acquisizione della *target 2*, la seconda acquisizione possa creare valore per le varie categorie di azionisti. Ciò, inoltre, è strumentale per verificare se l'opzione rappresentata dalla seconda acquisizione crea un livello di valore tale da compensare lo svantaggio da diluizione per alcune categorie di azionisti.

Si identificano i quattro scenari:

1. prezzo di acquisizione della *target 2* = 150 (EuroMil.), utilizzando un multiplo più basso rispetto a quello utilizzato per il *deal* che vede coinvolte la SPAC e la prima *target* (7,50x);
2. prezzo di acquisizione della *target 2* = 250 (EuroMil.), ottenuto utilizzando un multiplo allineato a quello utilizzato per il *deal* che vede coinvolte la SPAC e la prima società *target* (7,50x);
3. prezzo di acquisizione della *target 2* = 350 (EuroMil.), ottenuto utilizzando un multiplo più alto rispetto a quello utilizzato per il *deal* che vede coinvolte la SPAC e la prima società *target* (7,50x);
4. mancata realizzazione della seconda acquisizione.

La tabella 17 espone le dinamiche della creazione di valore osservate per le quattro categorie di azionisti e per milione di azioni<sup>21</sup>.

Tab. 17 – Andamento del valore totale, per gli azionisti e per milione di azione nei quattro scenari ipotizzati a partire dal 2012 (EuroMil.)

		2012	2013	2014	2015	2016
Caso 1 p = 150	<i>Investor</i>	192	241	279	318	359
	<i>Founder</i>	24	44	51	58	66
	SH2	40	46	53	60	68
	SH1	737	833	963	1.096	1.240
	<i>Tot.</i>	993	1.164	1.346	1.532	1.733
	W/Mil.Az.	12,04	13,91	15,68	17,65	19,96
Caso 2 p = 250	<i>Investor</i>	173	216	258	297	339
	<i>Founder</i>	11	27	47	54	62
	SH2	37	43	49	56	64
	SH1	637	778	891	1.025	1.168
	<i>Tot.</i>	893	1.064	1.246	1.432	1.633
	W/Mil.Az.	10,82	12,71	14,51	16,50	18,81
Caso 3 P = 350	<i>Investor</i>	154	187	238	277	318
	<i>Founder</i>	10	23	44	51	58
	SH2	33	39	45	52	60
	SH1	597	715	820	953	1.097
	<i>Tot.</i>	794	964	1.146	1.332	1.533
	W/Mil.Az.	9,61	11,52	13,35	15,34	17,66
Caso 4 No M&A	<i>Investor</i>	167	187	219	248	275
	<i>Founder</i>	10	23	28	46	50
	SH2	35	39	43	47	52
	SH1	647	716	788	857	949
	<i>Tot.</i>	859	965	1.087	1.198	1.326
	W/Mil.Az.	10,41	11,53	12,66	13,80	15,28

Dove:

- *Investor* sono i *market shareholder* della SPAC.
- *Founder* sono I fondatori della SPAC.
- SH1 è l'azionista di controllo della *target*.
- SH2 è il secondo azionista della *target*.
- W = Valore.

<sup>21</sup> È doveroso accennare al fatto che, nell'ipotesi di realizzazione della seconda acquisizione, si osservano anche ulteriori dinamiche del valore, oltre a quelle descritte. Infatti, è possibile che la creazione di valore derivante dall'operazione compiuta spinga verso una conversione maggiore di *warrant* in azioni e quindi di un effetto diluizione più consistente.

## 4.5. Discussione dei risultati emersi dal caso di studio

Il caso analizzato fornisce diverse importanti evidenze che possono essere analizzate coerentemente con il quadro teorico della catena del valore definita nei capitoli precedenti. La costituzione della SPAC e le attività da essa compiute, infatti, interessano in vario modo i soggetti coinvolti nelle fasi della catena del valore, quali i soci fondatori, gli investitori, i soci della società *target 1* e gli altri *stakeholder* della società *target*.

La *fase della raccolta dei capitali* mette in evidenza alcune peculiarità della stima del valore dell'entità che viene a generarsi. L'investimento nei capitali della SPAC, che è una società di nuova costituzione, incorpora tutti i rischi riconnessi alle cosiddette “aziende senza storia”. Oltre alle criticità riscontrabili in sede di stima delle potenzialità di creazione di valore, comuni alle aziende *start-up*<sup>22</sup>, nel caso della SPAC si riscontrano anche alcune peculiarità conseguenti alla mancanza di attività operativa. Tale attività, infatti, sarà svolta soltanto al momento della BC. Dal punto di vista valutativo, ciò rende difficile qualsiasi stima riguardante i potenziali flussi reddituali.

Un ulteriore fattore di criticità legato alla valutazione di questo tipo di investimento, è la mancanza di informazioni riguardanti il settore in cui sarà ricercata la società *target 1*. In altri termini, l'assenza di informazioni inficia non solo l'attendibilità delle *assumption* circa la capacità futura di conseguire flussi di cassa o di reddito ma, in via ancora più generale, anche la possibilità di sviluppare ipotesi legate al settore in cui sarà investito il capitale raccolto. Come noto, i processi valutativi dedicati alla stima del valore economico del capitale o di sue alternative configurazioni (es.: valore potenziale, valore sinergico e così via), così come quelli orientati alla valutazione *ex post* del valore creato mediante indicatori quali l'EVA® o il reddito residuale, necessitano della definizione di parametri valutativi (Stewart, 1994). In tal senso, il connotarsi della SPAC, in questa sua prima fase, come “scatola vuota” priva di operatività complica la stima dei flussi prospettici e, assieme alla difficoltà di delineare *ex ante* il settore della società *target 1*, incrementa l'incertezza valutativa in sede di definizione delle *assumption* riguardanti gli andamenti futuri.

Come anticipato in precedenza, il profilo dei soci fondatori è un fattore critico di successo, sia nelle fasi dedicate alla raccolta di capitali, sia in quelle successive. Tuttavia, è in questo primo momento che si forma il capitale umano, reputazionale e relazionale – cruciale per il successo della IPO – che

<sup>22</sup> Per approfondimenti, si rinvia a: Gonnella et al. (a cura di), 2022.

rappresenta il *driver* del valore potenziale che verrà a concretizzarsi anche nelle fasi successive.

La *fase dell'investimento* rende evidenza del ruolo cruciale giocato dai membri del *management team* e delle loro competenze distintive e relazionali, che sono preposti alla ricerca della società *target*. Tali risorse, se osservate lungo la catena del valore, originano i *driver* del valore fondamentali.

La fase dell'investimento, che si concreta nella BC, vede l'appalesarsi di conflitti e la convergenza di una serie di interessi, al contempo. Nella fase di ricerca della *target* e di proposta del *deal* agli investitori, il principale conflitto di interessi riguarda la relazione tra i soci fondatori della SPAC ed i *market shareholder* (con riferimento alla selezione dell'azienda *target 1*). In particolare, il conflitto di interessi riguarda le motivazioni che determinano l'approvazione del *deal* proposto. Come illustrato in precedenza, infatti, i fondatori sono animati dalla necessità di concludere il *deal*, talora anche accettando valutazioni potenziali di acquisizione (Zanetti, 2000; OIV, 2015, PIV 1.6.) che non dimostrano la convenienza dell'investimento stesso, per contenere il rischio della perdita legato al mancato investimento. Diversamente, i soci investitori di mercato, forti delle possibilità offerte dalla *redemption*, sono motivati ad aderire soltanto se la proposta presenta potenzialità di creazione di valore e di andamenti positivi dei prezzi di mercato. Tuttavia, il caso analizzato suggerisce come la particolarità della SPAC Italy1, che consiste nella possibilità di eliminare il vincolo di *lock-up* (che riguarda le *founders' share*) solo in relazione all'andamento dei prezzi di mercato, costituisca una via per contenere il potenziale conflitto sopra descritto. Tale peculiarità, infatti, incentiva i fondatori a orientare la propria strategia verso il reperimento e la gestione di BC capaci di creare valore.

Guardando alla convergenza di interessi, occorre comprendere le motivazioni strategiche riferibili a tutte le parti chiamate in causa dall'operazione descritta e che contestualmente concorrono anche al perseguimento delle finalità operative della SPAC. A tale scopo, risulta fondamentale chiedersi quali ragioni possono spingere la *target 1* ad accettare la BC. L'accettazione dell'intervento della SPAC è motivato dalla necessità della *target 1* di reperire capitali per la realizzazione di un progetto di sviluppo<sup>23</sup>. In questa prospettiva, la SPAC:

- apporta competenze manageriali distintive. La SPAC, infatti, essendo una società priva di *asset* materiali fonda tutto il suo valore sul capitale umano (Sveiby, 1997; Edvinsson e Malone, 1997);

<sup>23</sup> Nel caso di studio, ipotizzato con la seconda acquisizione capace di creare valore mediante il conseguimento di sinergie.

- consente alla *target 1* un accesso immediato e facilitato al mercato borsistico. L'intervento della SPAC, infatti, accelera il processo di quotazione. Le alternative al ricorso alla SPAC per la quotazione – che non avrebbero favorito la condivisione degli *invisible asset* e del capitale intellettuale che rappresentano i *key-value driver* per il successo del processo di creazione di valore – possono essere ipotizzate nell'inserimento di un socio di minoranza e nell'avvicinamento al mercato borsistico nei 2-3 anni successivi oppure nell'apertura al *private equity*. Con la quotazione autonoma (IPO), il processo avrebbe scontato una più elevata incertezza e avrebbe presentato costi superiori rispetto al caso della SPAC;
- acquisisce un pacchetto minoritario. In questo modo, l'azionista della *target 1* non perde il controllo nonostante la diluizione. In alternativa, il ricorso al *private equity* avrebbe probabilmente determinato la perdita della quota di controllo. Il *private equity*, inoltre, esercita l'*exit* dall'investimento, quindi costituisce un intervento strategico e finanziario non avente carattere definitivo, mentre la SPAC accorda una presenza di durata potenzialmente illimitata. Questo fornisce fonti di finanziamento durevoli e non soggette a scadenza riguardante la loro esigibilità. Con riferimento alla considerazione di fonti di finanziamento alternative, è possibile mettere in luce che il ricorso alla fusione con la SPAC risulta più appetibile, rispetto al finanziamento bancario, in quanto le condizioni macroeconomiche e congiunturali della crisi economico-finanziaria, che ha manifestato i propri effetti segnatamente negli anni in cui la SPAC studiata ha operato, hanno reso altamente improbabile l'ipotesi di conseguimento di finanziamenti bancari a condizioni favorevoli. Ciò mette in luce ancora di più il ruolo determinante del capitale umano nelle operazioni descritte nel presente lavoro. Il ricorso alla SPAC, dunque, consente di mantenere il controllo, determina l'acquisizione di competenze, fornisce un investimento duraturo e consente una via agevolata per la quotazione.

Le motivazioni a favore del ricorso alla fusione con la SPAC, per finanziare e rendere realizzabili le opzioni di sviluppo della *target*, consentono a quest'ultima di formulare, con riferimento all'operazione in parola, un giudizio di convenienza favorevole, nonostante gli effetti della diluizione passiva che si manifesta nelle fasi successive, dovuta alla possibilità da parte degli azionisti della SPAC di convertire gli *warrant* in azioni, in modalità *cashless*.

La fase dell'investimento, come descritto, comporta la necessità di stimare l'*entry multiple*, che approssima il valore potenziale di acquisizione.

L'*entry multiple* rappresenta un elemento determinante in quanto sintetizza la convergenza dei vari interessi sopra richiamati. Si consideri, a tale riguardo, che i soci fondatori della SPAC, avendo l'obiettivo primario di concludere il *deal*, sono disposti ad accettare un multiplo più basso, rispetto a quello capace di rispecchiare le convenienze specifiche, in fase di negoziazione del valore/prezzo delle azioni. Diversamente, gli SPAC *market shareholder* saranno disponibili ad approvare il *deal* solo in caso di determinazione di un *entry multiple* conveniente. Essi, infatti, sono portati ad escludere qualsiasi investimento che non sia ritenuto conveniente, in quanto hanno la possibilità di votare contro la realizzazione del *deal* e ottenere il rimborso del valore delle azioni in loro possesso (*trust account* a garanzia). Per questa categoria di azionisti, l'investimento in SPAC rappresenta, in questa fase, l'acquisto di una opzione a realizzare una acquisizione ignota: se l'investimento loro proposto dai fondatori è ritenuto capace di creare valore potenziale, allora vi è la convenienza a non chiedere rimborso, attendendosi più elevati ritorni legati alle azioni possedute e alla conversione dei *warrant* in azioni; se l'investimento non crea valore, allora sarà possibile chiedere rimborso delle azioni, senza sopportare perdite.

La determinazione dell'*entry multiple*, come osservato, include la considerazione del fenomeno della diluizione che si manifesterà nelle fasi successive. La diluizione diventa dunque un *driver* di valore che anticipa, al momento della determinazione dell'*entry multiple*, gli effetti prospettici che si ripercuoteranno su tutte le tipologie di azionisti. Esso si manifesta, a tutti gli effetti, quale *driver* del valore potenziale, perché contribuisce alla determinazione del valore/prezzo di acquisizione del pacchetto azionario in una fase precedente a quella in cui il fenomeno che origina il *driver* si manifesta. Tale fenomeno, infatti, non costituisce una evoluzione spontanea della situazione in atto.

La fase delle *conversioni* offre la possibilità di osservare una delle principali peculiarità della catena del valore della SPAC. Come anticipato, la conversione degli *warrant* in azioni avviene in relazione al raggiungimento di determinati livelli di prezzo di mercato dei titoli della società risultante dalla BC. Nel caso di studio, si osserva un processo di conversione attuato nella modalità *cashless*. Questo presupposto consente di rappresentare al meglio gli effetti che insistono sul valore per gli azionisti generato, in via specifica, dall'"architettura finanziaria" dell'investimento e collegato all'operatività dell'azienda risultante dal *deal*. Seppur legata agli andamenti postivi dei prezzi, la conversione *cashless* dei titoli per *tranche* aumenta il numero di azioni dei soci della SPAC – in assenza di un acquisto vero e proprio e quindi di un apporto – ed è, dunque, capace di generare valore per gli azio-

nisti provenienti dalla compagine sociale della SPAC. In riferimento a ciò, si richiama il fatto che i soci fondatori della SPAC hanno acquistato 3.000.000 *warrant* al prezzo di 1 Euro e i *market shareholder* ne hanno ricevuto uno per ogni *unit* acquistata a 10 Euro. Ciò rappresenta una fonte di creazione del valore che non interessa l'intera compagine sociale ma solamente le categorie di azionisti che provengono dalla SPAC. In aggiunta a ciò, anche tra gli SPAC *shareholder* si osservano differenze in termini di effetti prodotti dalla diluizione, intesa come importante fonte del valore. Questi infatti hanno acquisito gli *warrant* sostenendo prezzi differenti.

Questa evidenza suggerisce alcune considerazioni.

La prima riguarda le possibili manifestazioni delle fonti di valore e le loro relazioni. Per gli azionisti originari della SPAC, la possibilità di trarre benefici in termini di crescita della propria partecipazione al capitale della società risultante dalla BC è legata all'andamento dei prezzi dei titoli. Ciò è motivato dalla volontà strategica di mantenere attivo il coinvolgimento degli azionisti della SPAC nella gestione dell'azienda anche dopo la fusione. Da ciò emerge come il modello strategico-operativo della SPAC proietti nella grandezza "prezzo" i possibili scenari di creazione di valore, secondo un modello interpretativo maggiormente allineato alla cultura valutativa anglosassone che, anche a seguito di una maggiore efficienza dei mercati finanziari e di un maggior volume di scambi in essi osservati, ripone nel prezzo una maggiore "fiducia" nell'ottica della rappresentazione del valore aziendale. Questo accade già nella fase della determinazione dell'*entry multiple*. Tuttavia, una analisi fondamentale del valore (Guatri e Bini, 2009) risulta necessaria per mettere in evidenza le reali leve capaci di generare benefici per l'azienda stessa, in termini di andamenti economico-finanziari, rischio e sinergie potenziali.

Con riferimento all'attività economico-aziendale operativa e alla sua relazione con la creazione di valore dovuta alla diluizione, si deduce un collegamento di tipo indiretto. Dal momento che le *tranche* di titoli vengono convertite in *market share* solo al raggiungimento di determinati livelli di prezzo – grandezza utilizzata nel caso specifico per rappresentare il valore dell'azienda – gli andamenti del valore aziendale, alla base degli ipotizzati incrementi osservabili nei prezzi di mercato dei titoli, impattano indirettamente sulla creazione di valore legata all'"architettura finanziaria" dell'operazione mediante i loro riflessi sui prezzi. La creazione di valore cosiddetta "finanziaria" non è indipendente da quella "operativa". Quest'ultima, che salvo rare eccezioni ravvisabili in caso di acquisizione sinergiche di aziende o pacchetti azionari (Bernini, 2011; Massari et al., 2022), è capace di impattare sul valore aziendale (*entity value*) si pone, in questa fattispecie, come

*driver* indiretto della creazione di valore esclusivamente riferibile alla particolare categoria di azionisti originari della SPAC, in quanto rappresenta una determinante della possibilità di convertire i titoli in modalità *cashless* e quindi di indurre il fenomeno della diluizione. Nell’ottica di una analisi rivolta alla creazione del valore secondo il modello operativo delle SPAC, il fenomeno della diluizione costituisce un *driver* di valore che non può ritenersi secondario bensì capace di sommare i suoi effetti a quelli prodotti dai *driver* di valore di tipo “reale”, che impattano cioè sui parametri valutativi, quali flussi prodotti, rischi connessi all’attività d’azienda e orizzonte temporale di manifestazione degli eventuali sovra-redditi. Lo strumento della diluizione introduce a una dualità del concetto di valore riferito a questo contesto di analisi ed evidenzia le possibili interrelazioni tra le due dimensioni del valore: la creazione di valore reale-fondamentale (Guatri e Bini, 2009) e quella derivante dall’architettura finanziaria. La prima strada, originata dalle attività operative, genera valore per l’intera combinazione aziendale, mediante *driver* che impattano sull’entità nel suo complesso. Essa, al contempo, si pone come *driver* indiretto della creazione di valore riscontrabile per gli azionisti originari della SPAC, in quanto rappresenta una determinante della possibilità di convertire gli *warrant* e quindi di indurre il fenomeno della diluizione. Infatti, il valore del capitale si pone alla base della definizione del prezzo di mercato della singola azione che, come noto, è variabile chiave per la conversione degli strumenti finanziari.

Nonostante le relazioni sopra descritte tra i due processi di creazione del valore, l’osservazione isolata degli effetti della diluizione dovuta alla conversione degli strumenti finanziari favorisce una analisi distinta e comparativa dei due aspetti del valore sopra menzionati<sup>24</sup>, ai fini di una più efficace interpretazione delle evidenze emerse dalle analisi del caso di studio. Per poter fornire un’analisi di ciò, in una prima fase è opportuno considerare i parametri valutativi nell’ipotesi di una evoluzione spontanea della formula imprenditoriale della neo costituita società risultante dalla BC<sup>25</sup>. Osservando

<sup>24</sup> È doveroso rendere noto il limite che si manifesta nell’isolare gli effetti della sola fonte del valore finanziario, in quanto se si escludesse la crescita del valore economico-operativo, non si avrebbe il trasferimento di quest’ultimo sulla crescita dei prezzi di mercato necessaria affinché si verificino le conversioni. Questo limite porta a riflettere sull’inscindibilità del valore finanziario da quello operativo.

<sup>25</sup> In questa fase dell’analisi il valore generato dall’attività operativa svolta dalla società è stimato secondo una logica *stand alone* ed “*as-is*”, che non considera effetti sinergici né le evoluzioni “non spontanee” della formula imprenditoriale. La valutazione potenziale sinergica, generata dalla “rottura strategica” dovuta all’opzione di sviluppo, è qui considerata quale scenario ulteriore rispetto all’analisi proposta dal caso empirico.

il differenziale di valore rilevato dal 2012 al 2016, le evidenze dimostrano che:

- isolando gli effetti della diluizione nei periodi amministrativi, essa incide positivamente sul valore riferibile ai soli azionisti originari della SPAC e negativamente nell'economia degli altri azionisti. Tale impatto è da ascrivere alla sola diluizione e non tiene conto della creazione di valore operativo;
- l'effetto sul valore determinato dalla diluizione aumenta negli anni (2012-2105), a seguito dell'aumento del numero delle azioni derivanti da tale fenomeno;
- i benefici della diluizione impattano in modo diverso per le tipologie di azionisti originari della SPAC. Infatti, quelli che riscontrano benefici maggiori sono i fondatori che quadruplicano la loro percentuale di partecipazione dal 2012 al 2015 e, per questo, in proporzione all'investimento fatto, hanno una crescita maggiore della loro quota di partecipazione al valore operativo creato dalla società, rispetto agli *investor*. Si nota un incremento complessivo del 379% per i *founder* (azionisti che hanno rischiato di più). Il differenziale di valore è più elevato nel 2013 in quanto è l'anno in cui inizia la diluizione. Si consideri che i *founder*, tra le altre cose, hanno investito 35.000 Euro al momento della costituzione, per il sostenimento delle spese di quotazione e 3.000.000 per gli *warrant* collocati in *private placement*. L'operazione di acquisizione, con il contestuale aumento di capitale è stata finanziata con i capitali apportati dagli SPAC *investor* (SPAC *endowment*);
- osservando il differenziale di valore complessivo rilevato dal 2012 al 2016, emerge che si crea valore in ipotesi sia di diluizione, sia di assenza di tale fenomeno.

Oltre a quanto detto, occorre considerare che l'ipotesi di conversione degli *warrant* in modalità *cashless* comporta che, a fronte dell'aumento del numero di azioni, non vi siano ulteriori apporti e quindi un incremento dell'*enterprise value* derivante dalla dilatazione dell'attivo. In sostanza, quindi, vi è una diversa ripartizione delle quote societarie, senza un corrispondente aumento degli impieghi. Il valore aziendale, se si isola l'effetto sul valore prodotto dalla sola architettura finanziaria, viene riferito a un numero più elevato di titoli determinando una riduzione del valore unitario per azione. Ciò, se da un lato genera un vantaggio per i soci originari della SPAC, quando osservato in prospettiva *stand alone*, produce uno svantaggio per gli azionisti originari della società *target 1*, che sono i soci di controllo. Questo fenomeno richiama i profili delle dinamiche conflittuali studiate dalla teoria dell'agenzia, nella specifica configurazione del secondo conflitto che vede protagoniste le di-

verse categoria di azionisti. La peculiarità che vale la pena di sottolineare nel caso dell'operato della SPAC, è la direzione del conflitto. Gli azionisti che si avvantaggiano degli effetti della diluizione sono quelli di minoranza, mentre quelli che potenzialmente potrebbero sopportarne gli svantaggi, in una visione *stand alone* del fenomeno in parola, sono gli azionisti di controllo.

Le dinamiche – previsionali, strategiche e di orientamento alla creazione di valore – che si manifestano nel caso studiato si dimostrano capaci di gestire il conflitto ipotizzato, limitando le possibilità che da potenziale, esso si traduca in conflitto reale. Il possibile conflitto è infatti noto e condiviso fin dal momento in cui la *target 1* accetta di partecipare all'operazione straordinaria con la SPAC. Per questo motivo, esso è considerato sia nei processi di stima del valore sia nel percorso operativo che conduce alla realizzazione dell'opzione di sviluppo. Per comprendere più a fondo le considerazioni riportate, occorre interpretare il ruolo del conflitto potenziale anche nella stima dell'*entry multiple*. In questa fase, come detto, entra in gioco la dinamica previsionale che include gli effetti della diluizione come *driver* del valore potenziale nella stima del valore di acquisizione della *target 1* e nella definizione delle convenienze specifiche dei diversi attori nella realizzazione del *deal*.

Inoltre, il fenomeno della diluizione, per essere meglio compreso, va indagato alla luce delle dinamiche strategiche e di creazione del valore che si manifestano secondo una logica sistemica, risultante dall'integrazione tra gli effetti prodotti dai percorsi seguiti dal valore derivante dall'attività economico-aziendale e da quello derivante dall'architettura finanziaria. A tale scopo, sono stati ipotizzati alcuni scenari riconducibili all'obiettivo finale dell'operazione, che è la realizzazione di una strategia di crescita. Per questa ragione, il presente caso ha analizzato gli andamenti in termini di creazione di valore della società risultante dalla BC secondo l'ipotesi di una seconda acquisizione potenziale di natura sinergica. Il *value driver* critico, nella fase della seconda M&A, diventa la possibilità di conseguire sinergie.

Considerando che il processo di diluizione sopra descritto prevede una rideterminazione progressiva degli assetti proprietari, senza immissione di nuovi capitali da parte degli azionisti della SPAC, gli altri azionisti appartenenti alla compagine sociale della società risultante dalla BC – e che la controllano – accettano di rinunciare al conseguimento di parte del valore creato, pur di ottenere i capitali apportati dalla SPAC (in occasione della fusione inversa con contestuale aumento di capitali), che si dimostrano necessari per realizzare i percorsi di crescita e di sviluppo, qui ipotizzati mediante la realizzazione di una seconda M&A, in un periodo di crisi globale, in cui i mercati dei capitali presentavano numerose criticità.

Il quadro descritto evidenzia che nella prospettiva degli SPAC *investor*, il *deal* può essere conveniente anche qualora la creazione di valore derivante dall'attività operativa fosse più contenuta, grazie all'effetto della diluizione che si dimostra positivo solo per loro. A seguito della diluizione, invece, gli azionisti originari della compagine sociale della *target 1* subiscono una riduzione della dimensione relativa della loro partecipazione: l'azionista di minoranza della *target 1* perde 0,2 punti percentuali di partecipazione, mentre quello di maggioranza ne perde 3,7. In conseguenza di ciò, alla fine del periodo delle previsioni analitiche (2016) 3,9 (3,7 + 0,2) punti percentuali del valore creato vengono trasferiti dagli azionisti della *target 1* a quelli provenienti dalla SPAC. Nonostante ciò, osservando i dati alla fine del periodo delle previsioni analitiche (2016) emerge che il *deal 2* aumenta il valore e compensa la contrazione della partecipazione al valore creato (da perdita di quote%), causata dalla diluizione, per entrambi gli azionisti provenienti dalla *target 1*.

L'analisi di scenario proposta (par. 4.4.) suggerisce che nelle varie ipotesi riferite ai livelli di prezzo di acquisizione della *target 2*, l'M&A2 risulta essere comunque conveniente. Per questo, la realizzazione del *deal* tra SPAC e *target 1* è conveniente, anche se il prezzo del *deal 2* cambia sensibilmente. In caso contrario, i soci fondatori della SPAC dovrebbero sopperire a questo eventuale svantaggio prospettato, in sede di negoziazione del *deal* e di determinazione dell'*entry multiple*.

Tuttavia, nonostante la diluizione, l'acquisizione della *target 2* crea valore per gli azionisti originari della *target 1*. Questo porta a ipotizzare che il coinvolgimento della SPAC è potenzialmente capace di creare valore negli ambiti in cui vi è la volontà da parte delle aziende di realizzare strategie di crescita e di sviluppo. La SPAC, dunque, non rappresenta una fonte di finanziamento fine a se stessa.

Guardando a costi e rischi per gli attori individuati, emerge che i soci fondatori della SPAC, sostengono un costo assoluto, assumendosi il rischio del fallimento della proposta del *deal*, i *market shareholder*, nella fase iniziale, non assumono rischi, perché hanno la possibilità di votare contro la BC ed essere rimborsati. Nella fase successiva, come tutti gli investitori in M&A, sostengono il rischio legato all'esito dell'investimento e un costo opportunità. Infine, guardando ai *target (1) shareholder* emerge che il loro costo consiste nel sopportare la diluizione, subendo la riduzione percentuale delle loro quote, a fronte dell'incremento di quelle degli azionisti della SPAC.

Le considerazioni riportate suggeriscono di adottare, nel caso dell'operato della SPAC, una concezione di "valore complesso". La prospettiva del valore si dimostra complessa perché il suo esito finale deriva da un effetto

composto delle due direttrici, quella operativa che impatta sull'economia dell'intera entità aziendale e quella generata dall'architettura finanziaria, che impatta solo nell'economia di alcuni azionisti. L'analisi rivolta alla creazione del valore secondo il modello operativo delle SPAC evidenzia, infatti, che i fenomeni che generano il valore derivante dall'"architettura finanziaria" dello strumento sono capaci di combinare i propri effetti con quelli prodotti dai *driver* di valore di tipo "reale". Questi ultimi, come noto, impattano sui parametri valutativi, quali flussi prodotti (*stand alone* o sinergici), sui rischi connessi all'attività d'azienda e sull'orizzonte temporale di manifestazione degli eventuali sovra-redditi.

La prospettiva del valore è complessa, inoltre, perché le fonti del valore possono differenziarsi in relazione alla tipologia di azionista. Il fenomeno della diluizione genera valore per i soli azionisti provenienti dalla compagine sociale della SPAC e, in aggiunta a ciò, anche all'interno degli azionisti della SPAC si osservano differenze in termini di effetti prodotti dalla diluizione. Questi, infatti, hanno acquisito i titoli a prezzi diversi. Gli SPAC *shareholder* beneficiano sia del valore originato dalla diluizione, sia da quello creato dall'operatività aziendale, mentre per gli azionisti originari della *target 1*, l'operazione genera valore solo se la traslocazione del valore dovuta alla diluizione è compensata dalla creazione di valore reale. Infine, come illustrato in precedenza, le analisi trattate nel presente studio documentano che i due binari del valore sopra citati non sono indipendenti.

## 5. DALLE EVIDENZE EMPIRICHE ALLA DEFINIZIONE DI UN QUADRO PER L'ANALISI DELLE FONTI E DEI PERCORSI DEL VALORE NELLE SPAC

di *Francesca Bernini*

### **5.1. L'operatività della SPAC: una visione sistematica orientata all'analisi del valore**

Sulla base delle evidenze emerse dall'approfondimento dedicato al caso di studio e coerentemente con il *framework* incentrato sul valore, il presente capitolo mira a elaborare un'analisi dedicata ai profili strutturali e di funzionamento della SPAC – fenomeno dotato di una operatività reale che la distingue dal “mero” strumento finanziario – secondo una prospettiva strumentale alla definizione di un quadro per l'analisi delle fonti e dei percorsi del valore e alle loro possibili manifestazioni.

Come osservato nei capitoli precedenti, le fasi della catena del valore della SPAC coinvolgono attori diversi secondo molteplici modalità, che possono essere investiti da potenziali conflitti alimentati dalle caratteristiche strutturali stesse della SPAC, così come dal sistema di incentivi e compensi che si associa a ognuno. Essi, al contempo, rappresentano a vario titolo fonti per l'apporto di risorse chiave, di natura strategica ai fini del successo dell'operazione lungo tutta la catena del valore. Nelle parti precedenti del presente scritto, sono stati introdotti in prospettiva descrittiva i profili economico-aziendali che caratterizzano l'operatività della SPAC e sono state trattate le fasi della catena del valore alla luce delle teorie che possono contribuire a tracciare i comportamenti degli attori protagonisti delle varie fasi. Tali fasi sono adesso osservate con una finalità orientata al valore aziendale, con l'obiettivo di definire una visione sistemica di attori e risorse, rischi e *driver* del valore.

Prima di procedere alla disamina sopra indicata, si illustrano possibili definizioni e classificazioni dei *driver* del valore aziendale, propedeutiche per lo studio del processo di creazione del valore della SPAC. Tale tassonomia è, dunque, strumentale alla comprensione delle tematiche trattate, che possa

contribuire a rappresentare l'insieme dei *driver* che entrano in gioco, nonché la loro relazione con le logiche valutative seguite nella fattispecie analizzata. Successivamente saranno illustrate le dinamiche operative e gli attori coinvolti per contestualizzare la visione dei *driver* nella fattispecie SPAC.

### 5.1.1. *Le logiche valutative e le configurazioni di valore: una classificazione strumentale per l'analisi delle operazioni compiute nel ciclo di vita della SPAC*

Il valore di una determinata entità si definisce in relazione ai presupposti e alle logiche che sottendono all'osservazione dell'entità stessa. Le logiche alla base del processo di valutazione – inteso come il percorso seguito per il compimento della stima (Gonnella, 2008) – si legano all'obiettivo che la stima si pone. Se questo è vero per le classiche fattispecie valutative, risulta essere ancora più accentuato nel caso dell'osservazione delle dinamiche del valore associate alle SPAC, in quanto si rintracciano molteplici prospettive riconducibili ai diversi soggetti in essa operanti. La valutazione scaturisce da un processo fondato sulla combinazione di più logiche valutative, definite sulla base di principi di coerenza con l'oggetto valutato, con la prospettiva del soggetto che intende pervenire a un valore e con lo scopo della valutazione stessa (Bernini, 2011). Questa cornice consente di definire gli approcci valutativi idonei a rappresentare sia l'entità valutata, sia il contesto valutativo e i parametri capaci di dare idonea e razionale evidenza dei *driver* di valore chiamati in causa nella valutazione (Guatri e Bini, 2009). Risulta dunque fondamentale, al di là dello scopo che la valutazione si pone, individuare i *driver* del valore coerenti con le diverse logiche e con le *assumption* inerenti agli andamenti futuri. Per tale finalità, occorre definire il “*mix*” di logiche valutative opportune rispetto al caso specifico. Di seguito se ne propone una classificazione basata su criteri orientativi (Bernini, 2014):

- a. il criterio di classificazione che osserva la stabilità o la ridefinizione della formula imprenditoriale individua le contrapposte logiche valutative “*as-is*” (stato stazionario) e potenziali (stato evolutivo). La prima adotta l'ipotesi di stabilità della formula imprenditoriale (Coda, 1984) e include le sole evoluzioni spontanee della stessa. Al momento della valutazione delle strategie da intraprendere o del valore di una data entità, tale prima logica osserva la redditività e la rischiosità già dimostrate dall'azienda o conseguenti alle strategie già progettualizzate (Bianchi Martini et al., 2019). Diversamente, la logica potenziale si concreta nei casi in cui vi è un cambiamento strategico o una “rot-

tura” con le dinamiche trascorse, generando la necessità di formulare ipotesi in merito allo sviluppo di nuove strategie o di opzioni da esercitare, che porteranno a determinare flussi prospettici e profili di rischio potenziale riferiti alla situazione futura (Ahlers et al., 2014; Guatri e Bini, 2009). Nel caso qui trattato, appare evidente che, seppur con importanti specificità relative alle varie fasi operative della SPAC, i *driver* di valore maggiormente impattanti saranno quelli di tipo potenziale. Ciò consegue al fatto che sia nelle fasi iniziali, sia in quelle successive alla BC, strategie e operatività dei complessi aziendali coinvolti non potranno replicare modelli pre-esistenti.

- b. Un ulteriore criterio di classificazione delle logiche valutative riguarda la posizione assunta da chi osserva le dinamiche del valore e individua prospettive neutrali o particolari. Nel primo caso, si prescinde dalle prospettive degli specifici soggetti coinvolti nell’operatività della SPAC. La logica di parte, invece, osserva le prospettive degli attori coinvolti. I *driver* del valore che entrano in gioco nel caso della SPAC possono essere ricondotti a entrambe le logiche, in relazione alla fase, come sarà meglio illustrato in seguito.
- c. Il criterio discriminante che fa riferimento alla combinazione aziendale individua logiche *stand alone* o *combined*. Si tratta, in estrema sintesi<sup>1</sup>, della possibilità di considerare eventuali relazioni sinergiche nella valutazione. La valutazione *stand alone*, diversamente da quella *combined*, esclude i *driver* di valore generati dalle sinergie<sup>2</sup> insorgenti o cessanti. Quest’ultima forma di classificazione non assume ruoli distintivi assoluti nel caso della SPAC, in quanto l’osservazione di *driver* di valore *stand-alone* o sinergici dipende dai casi specifici, in relazione alle fasi relative alla BC e alla sua progettazione.
- d. Il raggio d’azione delle fonti del valore individua, infine, *driver* operanti a livello *entity* e a livello *shareholder* (Massari et al., 2022; Pratt e Niculita, 2008; Fishman et al., 2007; Hitchner, 2006). Si tratta, nel primo caso, di benefici o svantaggi economici che possono incidere

<sup>1</sup> Per approfondimenti, si rinvia a: Bernini (2011); Bernini e La Rosa (2022).

<sup>2</sup> La sinergia emerge quando la condivisione di risorse materiali o immateriali o di operazioni, insorgente per l’operare congiunto di più unità aziendali, genera risultati maggiori o minori da quelli osservabili in caso di operato disgiunto. Le sinergie sono positive quando i risultati sono superiori a quelli scaturenti dalla somma dei risultati prodotti dalle unità in modo disgiunto; diversamente, si generano sinergie negative che portano a una distruzione di valore. Per approfondimenti sul tema, si rinvia a: Ansoff (1968); Capasso (1990); Conca (2010); Copeland et al. (1994); Cortesi (2000); Dallochio e Salvi (2004); Damodaran (2001); Donna (1999); Galeotti (1995); Guatri (1991); Guatri e Bini (2009); Gozzi A. (a cura di) (1991); Mazzola e Reboa (1990); Signorelli (1988); Zanetti (2000).

sui parametri del valore dell'azienda. Appartengono a questa categoria, ad esempio, le variazioni riscontrate nei flussi e nel profilo di rischio dell'azienda, la perdita di persone chiave, il venir meno di alcuni rapporti con clienti o fornitori strategici. La seconda fattispecie, invece, si riferisce agli impatti sul valore osservati nella prospettiva di una o più categorie di *shareholder* e, nel caso della SPAC, può riferirsi agli effetti prodotti dal fenomeno della diluizione.

L'adozione di logiche valutative diverse porta a raggiungere configurazioni di valore obiettivo specifiche e coerenti con la situazione valutativa in essere. Le configurazioni di valore proposte dalla dottrina e dalla prassi (Guatri e Bini, 2009; Corbella et al. (a cura di), 2020; OIV, 2015) sono varie.

Tuttavia, nel contesto di analisi delle SPAC risulta maggiormente esplicativo ai fini dell'analisi del valore determinare i cosiddetti “valori potenziali” che, contrapponendosi ai valori configurati secondo un *mix* di logiche valutative *as-is* e neutrali, sono capaci di osservare prospettive di nuova insorgenza o caratterizzate da un forte cambiamento strategico. Le prime possono manifestarsi nelle fasi iniziali, che saranno di seguito descritte, in cui le SPAC si presentano come “scatole vuote” e sono “aziende senza storia”; le seconde invece potranno investire le valutazioni relative alla proposta riguardante la BC o le fasi successive caratterizzate dalla diluizione. Risulta opportuno ricordare che il valore potenziale può assumere una logica valutativa combinata o *stand alone*, in relazione al fatto che la stima preveda o meno la considerazione delle relazioni tra più unità aziendali. Quanto accennato nel presente paragrafo sarà approfondito in seguito, con una focalizzazione sulla fattispecie della SPAC.

### *5.1.2. La proposta di un quadro per l'analisi delle fonti e dei percorsi del valore della SPAC*

Il presente paragrafo mira a mettere in evidenza la natura e il ruolo dei *driver* in relazione alle fasi della catena del valore della SPAC, nell'intento di proporre un quadro interpretativo per il tramite di una generalizzazione fondata sul *framework* teorico della catena del valore e osservata in termini empirici a partire dalle evidenze emerse dal caso di studio<sup>3</sup>. I sottoparagrafi

<sup>3</sup> Considerando quanto già descritto nei precedenti capitoli, in questo contesto si farà cenno alle questioni già trattate laddove esse si dimostrano strumentali per una analisi maggiormente rivolta alla definizione dei *driver* del valore e dei loro possibili effetti.

che seguono hanno lo scopo di argomentare la tassonomia illustrata nella tabella 1 (a e b).

Tab. 1.a – Fasi operative della SPAC: attori, peculiarità e fattori critici

	RACCOLTA RISORSE		INVESTIMENTO		GESTIONE POST BC
	Costituzione	IPO	Scelta-annuncio target	BC	Conversioni
<i>Attori</i>	<i>Founder, manager.</i>	<i>Founder, IPO investor.</i>	<i>Founder e management team, market shareholder, target.</i>	<i>Azionisti (founder e market) e management team della SPAC, azionisti e management della target.</i>	
<i>Conflitti</i>	-	<i>Founder vs investor: definizione del prezzo delle unit.</i>	<i>Founder vs investor: scelta tra un deal tempestivo oppure “buono”.</i>	<i>SPAC vs target: determinazione del prezzo.</i>	<i>Maggioranze vs minoranze: obiettivi gestionali + diluizione cashless.</i>
<i>Peculiarità della valutazione</i>	<i>SPAC = azienda senza storia, attività operativa, prospettive potenziali evidenti.</i>	<i>Asimmetrie informative. Azienda senza storia e senza attività operativa: assenza di business plan.</i>	<i>Riferibili alla specifica target. Anticipazione del fenomeno della diluizione.</i>	<i>Scopo: entry multiple. *** Dipendente dalle prospettive delle parti in causa.</i>	<i>Doppio binario della creazione di valore: CV fondamentale</i>  <i>CV finanziaria.</i>
<i>Fattori critici di successo</i>	<i>Capitale della squadra: umano, reputazionale e relazionale.</i>	<i>Capitale reputazionale: legittimazione e appetibilità investimento (IPO). Garanzie. Negoziabilità dell’investimento.</i>	<i>Capitale reputazionale e relazionale del management team. Disclosure della target.</i>	<i>Gestione BC. Negoziazione entry multiple. Quotazione della target.</i>	<i>Competenze manageriali e risorse.</i>

Fonte: nostra elaborazione.

Tab. 1.b – Fasi operative della SPAC: determinanti e driver di valore

	RACCOLTA RISORSE		INVESTIMENTO		GESTIONE POST BC
	Costituzione	IPO	Scelta-annuncio target	BC	Conversioni
<i>Struttura finanziaria</i>	Mezzi propri: <i>founding share</i> .	Mezzi propri: <i>founding share, market share</i> , azioni acquistate dai fondatori dopo l'IPO. <i>Warrant</i> .	Invariata.	Risultante da M&A.	Cambiamento continuo dell'assetto proprietario.
<i>Rischio</i>	Rischi legati alla costituzione di impresa.	Esiti dei conflitti di interesse. <i>Founder</i> : esito negativo della raccolta. <i>Market sh.</i> : assenza di <i>asset</i> visibili da valutare; mancata strategia di diversificazione del rischio.	<i>Founder</i> : esito negativo della proposta di BC; andamento negativo del titolo. <i>Market sh.</i> : distorsioni esiti votazioni BC. <i>Target sh.</i> : effetti negativi della <i>disclosure</i> "riservata".	Rischio d'impresa. Conflitti di interesse.	Per tutti: fallimento M&A Per SPAC <i>investor</i> : mancato raggiungimento del <i>target price</i> .
<i>Driver del valore reale-fondamentale</i>	Soggettivi, interni alla "squadra" e potenziali.	Soggettivi: risorse invisibili del capitale umano. Liquidità: opzione di investimento potenziale. <i>Entity level</i> .	Soggettivi: opportunità di crescita e di sviluppo della <i>target</i> . Favore del mercato. <i>Entity level</i> . Sinergici e stand-alone.	Logica valutativa non neutrale, potenziale, <i>stand-alone</i> e sinergica: Interventi gestionali ed eventuali sinergie capaci di impattare su struttura operativa, dinamica, relazioni, struttura finanziaria e livello di rischio. Prevalenza non esclusiva di <i>driver</i> operanti a livello <i>entity</i> .	
<i>Driver del valore finanziario</i>	-	Emissione di <i>warrant</i> : potenziale, <i>shareholder level</i> , dipendente dall'andamento del titolo.	Speculazioni sui prezzi: <i>as-is</i> ma capace di incorporare <i>trend</i> potenziali. Futura diluizione: potenziale.	<i>Shareholder level</i> : <i>entry multiple</i> ; Basi per la realizzazione della diluizione.	<i>Shareholder level</i> : conversioni <i>cashless</i> .
<i>Dimensioni del valore</i>	Potenziale, non ancora definibile la fonte operativa o finanziaria.	Potenziale (reale e finanziaria).	Potenziale (reale e finanziaria), in parte proxato dal prezzo dei titoli.	Potenziale. CV reale condizione necessaria per CV finanziaria.	Osservazione combinata dei <i>driver</i> del valore reale e finanziario.

Fonte: nostra elaborazione.

### 5.1.2.1. La fase della raccolta: la costituzione e la definizione della struttura di governo

#### *Attori*

La fase dedicata alla costituzione della SPAC vede come *attori* protagonisti i soci fondatori e gli amministratori, tra i quali si rintracciano coloro che hanno compiti esecutivi. Giova ricordare, come detto in precedenza, che tali soggetti sono attori e portatori di risorse al contempo. Tali risorse assumono natura finanziaria, nella veste della liquidità limitata alle risorse necessarie per realizzare la IPO, e intangibile nelle dimensioni del capitale intellettuale (Sveiby, 1997; Dumay, 2016; Dumay e Garanina, 2013; Edvinsson e Malone 1997) descritte in precedenza nella veste di capitale umano, reputazionale (Mengoli e Di Maggio, 2009) e relazionale.

#### *Peculiarità della valutazione*

Le *peculiarità* che investono l'osservazione dei profili del valore, in questa fase, sono da ricondursi alla difficoltà nell'individuare *driver* di valore che possano dare indicazione degli andamenti, seppur potenziali, da far concorrere alla formulazione di *assumption* da tradurre in parametri utili ai soggetti interessati alla valutazione. Si tratta, al contempo, di valutare un'azienda senza storia, priva di una attività operativa attuale e di elementi concreti per definirne gli andamenti prospettici. Sebbene, infatti, la SPAC stessa nella documentazione prodotta in vista della quotazione, generalmente, fornisca informazioni relative ad alcune caratteristiche della *target* ricercata, in questa fase può non essere noto il settore in cui sarà ricercata la *target*.

La SPAC è, in tale stadio, una *shell company* che dispone di sola liquidità (Pittenger e Grisin, 2007), in quanto priva di altri *asset* operativi (Mengoli e Di Maggio, 2009). Ciò complica, in particolare, la previsione dei flussi prospettici e, assieme alla mancata conoscenza dell'identità della società *target*, incrementa l'incertezza valutativa in sede di definizione delle *assumption* riguardanti gli andamenti futuri, da parte degli altri azionisti investitori.

#### *Fattori critici di successo*

In questa fase, i *fattori critici di successo* sono riconducibili prevalentemente alla composizione della squadra di governo e alle risorse invisibili ad essa riferite (Jankinson e Sousa, 2009). Il ruolo di tali fattori nel processo di creazione di valore è determinante, in quanto esso dipende dalle competenze dei promotori/*manager* in ambito di operazioni di amministrazione straordinaria. La conoscenza, tra le risorse invisibili apportate, è una risorsa primaria

per l'azienda (Ansoff, 1990) e rappresenta un *driver* fondamentale per alimentare il vantaggio competitivo (Secundo et al., 2017) e quindi creazione di valore (Dumay e Garanina, 2013).

La SPAC, prima della BC, non ha *asset* operativi bensì fonda la propria strategia sul capitale umano e su quello relazionale fondamentali per la ricerca della *target*. Tali risorse distintive sono riconducibili al *team* della SPAC che si compone di persone chiave dotate di capacità manageriali di lungo corso, che saranno fondamentali anche nelle fasi successive e, in particolare, nella gestione della società risultante dalla BC. Infatti, nonostante che dopo la BC il controllo aziendale permanga nelle mani degli azionisti della *target*, il ruolo di CEO della società risultante è generalmente ricoperto da *founder* della SPAC.

La BC, come detto, è cruciale per i *founder* della SPAC, perché tali azionisti perderebbero l'investimento in caso essa non venisse conclusa. Pertanto, la "squadra" promotrice è selezionata mirando a massimizzare le capacità relazionali dei *founder* per favorire lo *scouting* della *target* e la conclusione della BC.

#### *Struttura finanziaria*

Osservando la *struttura finanziaria* dell'unità costituita, si delinea la sola presenza delle cosiddette *founders' share* di cui è utile richiamare le caratteristiche principali sintetizzabili nella presenza della clausola di *lock-up*, nell'esclusione dalla votazione della proposta di BC e nell'assenza del rimborso in caso di mancata realizzazione della BC e di conseguente fallimento dell'investimento in SPAC una volta decorsi i termini di tempo previsti dallo statuto. La società, infatti, presenta tra le fonti di finanziamento, il solo capitale di rischio apportato dai promotori (Cioli, 2017). Ciò porta a riflettere sui profili di rischio che emergono a questo stadio.

#### *Rischi*

I rischi assunti in questa prima fase sono elevati e si legano all'incertezza riguardante la possibilità di chiudere con successo le fasi successive e di poter generare valore mediante l'operazione di BC. In particolare, dal momento che gli amministratori esecutivi non hanno un compenso definito contrattualmente, la loro remunerazione è data dal valore che sarà creato alla fine del processo compiuto dalla SPAC, anche a seguito della BC. Dall'altra parte, anche i soci fondatori nelle fasi precedenti alla BC si accollano un rischio elevato, legato ad esempio al fallimento della IPO o alla liquidazione della società in caso di mancata realizzazione del *deal*.

### *Driver del valore*

In questo momento del percorso, emergono *driver* di valore potenziali e strettamente legati ai soggetti, che orientano il valore verso logiche valutative di parte e potenziali. Sebbene i *driver* del valore potenziale, in questa fase, siano di difficile individuazione, essi possono essere suggeriti secondo una prospettiva storico-evolutiva. In altri termini, si intende dire che la definizione dei *driver* di valore potenziali e di parte si dovrà fondare sull'osservazione di un dato storico che consiste nella *tenure track* dei *founder* e degli *executive*, cui si associano le osservazioni orientate al futuro inerenti alle capacità manageriali prospettiche in vista della ricerca e della gestione della *target*.

A sostegno di quanto detto e a conferma della prospettiva potenziale della valutazione, si richiama la condizione di mancata retribuzione del *management* in questa fase. Dal momento che tale retribuzione potrà essere delineata solo dopo la BC, l'impegno degli stessi *manager* dimostra la fiducia riposta nella capacità dello strumento in analisi di creare valore in prospettiva. Il *management*, infatti, si accolla un rischio maggiore rispetto agli investitori in vista di una creazione di valore futura che consiste nell'attribuzione di una quota di capitale della nuova società che si verrà a formare a seguito della BC. Benché in questa fase sia complesso distinguere i *driver* in base al loro raggio d'azione (*entity level* o *shareholder level*) – in quanto ancora non vi è un assetto proprietario definito né la possibilità di individuare flussi o tassi espressivi del rischio riferibili all'azienda – emerge come la pluralità di soggetti coinvolti renda lo *shareholder value* un concetto multidimensionale nel caso della SPAC.

### *Dimensioni del valore*

Le dimensioni del valore – che, come già indicato, sono riconducibili sia a una fonte operativo-fondamentale (Guatri e Bini, 2009), sia all'architettura finanziaria (per semplicità d'ora in poi “*driver* del valore finanziari”) – nella fase della costituzione della SPAC non si possono ancora identificare in modo distinto, né è possibile definirne le relazioni reciproche. Tuttavia, vi sono elementi caratteristici da considerare, in ordine alla opportunità di delineare alcuni tratti dei *driver* del valore sopra indicati.

### 5.1.2.2. La fase della raccolta: la quotazione (IPO)

#### *Attori*

Accanto agli attori già presenti, in questa fase si osserva la partecipazione di una ulteriore categoria di *shareholder*, costituita dagli investitori che decidono di aderire al *listing*. Oltre alle risorse sopra richiamate, ora, si aggiungono anche i capitali apportati in sede di quotazione che sono necessari per finanziare la BC. In particolare, come ormai noto, vi è la sottoscrizione di *unit* da parte dei *market shareholder* (1 azione + 1 *warrant*) e di azioni e *warrant*, a condizioni favorevoli, in *private placement* da parte dei *founder*<sup>4</sup>. Come descritto in precedenza, i promotori non ricevono un compenso esplicito per la loro attività. Tuttavia, essi possono acquistare in una fase immediatamente precedente all'IPO e in *private placement* alcuni pacchetti azionari e alcuni *warrant* a prezzi notevolmente scontati (Cristofaro, 2009; Lewellen, 2009; Fumagalli, 2010).

#### *Peculiarità della valutazione*

La IPO nel caso delle SPAC presenta alcune peculiarità che caratterizzano la quotazione che sono dovute al fatto che si tratta di una azienda senza storia, priva di attività operative. A ciò, si deve il mancato impegno a presentare un *business plan*.

In questa fase, inoltre, si delinea una delle caratteristiche principali della SPAC, in relazione al processo di creazione di valore ad essa legato. La presenza di due categorie di attori che dimostrano profili, strumenti e finalità talora differenti, genera la necessità di distinguere percorsi e fonti del valore specifici per le categorie di attori coinvolti. Vi è, inoltre, da considerare che, se da un lato, risulta di più semplice individuazione una conflittualità tra gli azionisti appartenenti alle due categorie citate, alcune divergenze di interessi possono insorgere anche tra gli stessi fondatori e, più nello specifico, tra i membri del *management team* (Jog e Sun, 2007). Infatti, amministratori e *manager* della SPAC non sono tenuti a dedicarsi esclusivamente alle attività della stessa. In relazione a ciò, possono appalesarsi conflitti dovuti all'allocazione della "risorsa-tempo" di tali soggetti alle attività che possono essere cruciali per il successo delle operazioni (Hale, 2007).

La letteratura ha sottolineato le difficoltà valutative che possono emergere in questa fase (Jog e Sun, 2007). Esse si legano principalmente al binomio "asimmetria informativa-valutazione d'azienda", in quanto maggiori asimmetrie informative tra insider e outsider – che ne caso della SPAC sono

<sup>4</sup> Si veda, per maggiore approfondimento, quanto scritto nel primo capitolo.

identificabili con *founder* e *market shareholder* – generano una minore efficienza del meccanismo di *pricing* dei titoli.

### *Fattori critici di successo*

La quotazione è una strategia fondamentale per le aziende che si pongono obiettivi di crescita di lungo periodo e, in particolare, rappresenta il perno della strategia della SPAC e della *target*. Tuttavia, i vantaggi ritraibili non sempre sono immediati e risultano fortemente dipendenti dalle caratteristiche degli attori che preparano la IPO e ne gestiscono le fasi precedenti e successive (Mazzola e Marchisio, 2004). In particolare, la fase di preparazione fonda il proprio successo sulle *performance* pregresse, l’affidabilità e la reputazione del *management* della SPAC. Il capitale umano rappresenta, dunque, un fattore cruciale per il successo della IPO (Cirillo et al., 2017). La fase successiva alla quotazione, che sarà trattata in seguito, richiede invece una forte capacità di porre le basi per un processo virtuoso di creazione di valore e per la sua gestione (Mazzola e Marchisio, 2004).

Nonostante le condizioni semplificatrici legate alla IPO riguardante una “azienda senza storia” e senza operatività sopra indicate (Hale, 2007), affinché l’operazione in analisi contribuisca al processo di creazione di valore complessivamente osservato, occorre che sia organizzata una raccolta di capitali di successo e, affinché ciò avvenga, occorre che il mercato riponga fiducia nella proposta dei promotori. Ancora una volta, dunque, si rileva la centralità del ruolo delle risorse invisibili ad essi collegati che in questa fase rappresentano l’elemento capace di alimentare il capitale reputazionale e relazionale capace di legittimare la proposta nell’ecosistema degli *stakeholder* di riferimento.

Tra i fattori capaci di favorire il successo di tale fase della catena del valore, vi sono le garanzie fornite agli investitori indicate nel prospetto di quotazione e che sintetizziamo di seguito (Pittenger e Grisin, 2007):

- i titoli dei *founder* sono depositati in un conto bloccato (*lock-up agreement*) fino alla BC, mentre i *market shareholder* hanno il diritto di recesso e di rimborso se contrari alla BC proposta;
- l’esistenza e la gestione del *trust account* che accoglie la quasi totalità dei fondi destinati al finanziamento della BC;
- il limite temporale per l’effettuazione della BC;
- le caratteristiche e le potenzialità della società *target* da ricercare;
- la percentuale di voti richiesta per l’approvazione della BC;
- la possibilità di essere rimborsati, utilizzando il *trust account*, per coloro che non votano a favore della BC;

- la possibilità di ridurre il rischio vendendo gli *warrant* sul mercato, prima della loro conversione (Hale, 2007);
- la sottoscrizione degli *warrant* da parte dei soci fondatori rappresenta uno strumento propedeutico per la finalità di allineare gli interessi tra le due categorie di *shareholder* (fondatori e investitori) della SPAC, che si stanno delineando in questa fase della catena del valore. La clausola di *lock-up* per gli *warrant* dei *founder* rinforza la tensione verso tale finalità;
- per minimizzare i conflitti potenzialmente insorgenti nel *management team*, talora, le SPAC si impegnano a non realizzare BC con le entità che sono collegabili ai suoi azionisti fondatori, amministratori e *manager*, senza che sia espresso un parere sull'equità dell'affare da parte di una banca d'affari indipendente (Hale, 2007).

Inoltre, nell'ottica dei *market shareholder* la quotazione, vista nel contesto più ampio dell'intera catena del valore della SPAC, rappresenta una opportunità di investire assieme a promotori che hanno un'esperienza e una attività di successo. Allo stesso tempo, tale forma di investimento risulta facilmente liquidabile, a fronte comunque della sussistenza delle suddette garanzie che si manifestano fino alla realizzazione completa della BC. Come noto, la liquidabilità di un investimento origina un importante *driver* del valore economico (Onesti, 2002; Damodaran, 2005; Pratt e Niculita, 2008; Romano, 2008).

### *Struttura finanziaria*

La struttura finanziaria che si delinea a seguito della IPO, pur restando composta unicamente da mezzi propri, risulta caratterizzata da strumenti di tipo diverso che concorrono a definire la multidimensionalità dei profili del valore associati alla SPAC.

Tale composizione è stata descritta nel primo capitolo ed è sintetizzabile nella presenza di *founding share*, *market share*, azioni acquisite dai fondatori dopo l'IPO e dall'emissione degli *warrant*. Quest'ultimo strumento finanziario introduce la dualità del concetto di valore riferito a questo contesto di analisi, nonché le possibili interrelazioni tra le due dimensioni: la creazione di valore reale-fondamentale (Guatri e Bini, 2009) e quella derivante dall'architettura finanziaria.

Come già descritto, la IPO comporta una ridefinizione dell'assetto proprietario. Considerando questo fenomeno con riferimento alla questione della diluizione, che come noto risulta caratterizzare il processo di creazione di valore dalla SPAC, si fa notare come la stessa IPO della SPAC (in modo

non dissimile dai normali processi di *listing*) determini un primo *step* del processo di diluizione<sup>5</sup>.

### *Rischi*

La quotazione rende disponibile la liquidità per la realizzazione del *deal* e, al contempo, origina alcuni rischi che impattano sull'azienda, andando a delineare fonti capaci di creare o di distruggere valore per l'intera azienda (*driver* del valore *entity level*) e per i soggetti coinvolti (*shareholder level*). Con riferimento ai primi, occorre considerare che la quotazione comporta una ridefinizione degli assetti proprietari dovuta all'ingresso di nuovi soci, con le conseguenti modifiche della *governance* aziendale e le insorgenti relazioni talora conflittuali. Con riferimento ai rischi che impattano nella prospettiva degli *shareholder*, vi è da considerare che il rischio per i *founder* consiste nell'esito negativo della raccolta. Quello per i *market shareholder* è definito dalla necessità di fidarsi della reputazione dei *founder*, che è l'unico *asset* della SPAC al momento della IPO, nonché l'unico elemento da valutare per investire, visto che non ci sono parametri storici su cui fondare le *assumption* (Chiomenti e Graffi, 2010). Infatti, i sottoscrittori della SPAC non si aspettano un compenso per l'investimento effettuato in sede di IPO (Garrazone, 2020) ma una professionalità nel processo di ricerca della *target* che, in caso di esito positivo, sarà l'obiettivo di investimento della liquidità conferita.

Gli azionisti della SPAC, come anticipato, in questa fase sopportano il rischio generato dal fatto che non si conoscono gli *asset* della *target* e, quindi, neanche alcuni rischi legati a situazioni specifiche quali, ad esempio, la sussistenza di passività potenziali o il rischio di insolvenza che, sebbene possano essere gestiti dal management team, sono a carico dell'intera SPAC (Boyer e Bagent, 2008).

### *Driver del valore*

In questa fase, non vi sono elementi per individuare i possibili *driver* del valore legati al settore in cui operare o all'attività della *target* da acquisire (Sog e Jun, 2007). Pertanto, il successo della IPO è strettamente connesso alle risorse invisibili apportate dai fondatori e dal *management* aziendale. Si delineano, dunque, *driver* del valore strettamente connessi alla logica di parte. Con riferimento, poi, alla logica riferita al criterio che individua logiche *stand alone* o *combined*, questa fase, che vede coinvolta la sola SPAC,

<sup>5</sup> Tale processo, che in realtà è generato dalla ripartizione del valore dell'attivo della SPAC per singolo titolo (*founders' share*, *market share*, *warrant*) avviene contestualmente a un reale apporto di risorse da parte degli attori. In ciò, si differenzia dal processo di diluizione a seguito della conversione *cashless* degli *warrant*.

si caratterizza per la presenza di soli *driver* del valore *stand alone*. I *driver* del valore, che trovano fondamento nelle condizioni attuali e che si concretano nel successo della operazione di *listing*, sono tuttavia definibili in relazione all'orientamento futuro che rappresenta l'obiettivo della SPAC e che vede come condizione necessaria proprio il successo della IPO. Per questo, le capacità manageriali e la reputazione (Mazzola e Marchisio, 2004) rispecchiano una situazione attuale (*as-is*) che si concreta nel successo della quotazione ma che, tuttavia, viene osservata dai potenziali investitori (*market shareholder*) quale condizione alla base della loro valutazione dell'investimento e quindi della scelta di acquistare le unità collocate sul mercato borsistico.

I *driver* osservabili nella prospettiva della creazione di valore derivante da attività reali, in questa fase, sono identificati dalla liquidità raccolta per investire nell'acquisizione della società *target* e si rivela quale "opzione di investimento potenziale", sebbene condizionata dai vincoli statutari della SPAC che prevedono l'ormai noto processo di approvazione e le relative garanzie. Il *driver* di valore derivante da attività reali si pone a beneficio della SPAC stessa e, per questo, può essere visto come *driver* operante a livello *entity*. Vale la pena considerare, tuttavia, che le possibilità di creare valore – o, quantomeno, di non distruggerlo – per tutti gli attori che partecipano alla SPAC, variano appunto in relazione alle suddette garanzie (Garramone, 2020). Come noto, infatti, i rischi osservabili nelle fasi precedenti alla BC si differenziano in relazione al fatto che l'azionista sia un fondatore o meno. Questo mette in evidenza come il *driver* di valore rappresentato dalla liquidità ottenuta sia valutabile in relazione ai diversi profili di rischio associati a tali categorie di azionisti e, per questo, declinabile diversamente in relazione al livello *shareholder* osservato.

Vi è, inoltre, da considerare che la mancata possibilità di stimare il profilo di rischio dell'investimento può portare al fatto che il premio per il rischio della SPAC si rifletta in quotazioni dei titoli ridotte rispetto al volume della liquidità depositata nel *trust account* (Boyer e Bagent, 2008).

Con riferimento alla creazione di valore derivante dall'architettura della struttura finanziaria della SPAC, il *driver* prevalente è rappresentato dalla emissione degli *warrant* e dalle azioni acquisite in questa fase dai fondatori. La possibilità di creare valore mediante il processo di conversione degli *warrant* e la conseguente diluizione del capitale, chiaramente legata agli andamenti futuri, in questa fase investe tutti gli azionisti della SPAC, con effetti dipendenti dalle differenti condizioni di acquisizione di tali *warrant*. Questo *driver*, tuttavia, risulta osservabile nelle prospettive dei soggetti e non esplicitamente legato all'oggetto da valutare ovvero all'entità rappresentata dalla SPAC. In seguito alla BC, quando le categorie di azionisti saranno ulteriori,

tali *driver* saranno chiaramente operanti a livello di alcune categorie di *shareholder* (*shareholder level*).

L'efficacia dei *driver* descritti può essere resa evidente, in questa fase della catena del valore, dal successo della IPO che consente il collocamento dei titoli e che rappresenta anche un mezzo per allineare gli interessi degli attori partecipanti e dall'andamento dei titoli (*as-is*) e secondo una prospettiva potenziale. L'andamento dei titoli è un indicatore che coinvolge l'oggetto osservato, oltre che i soggetti.

#### *Dimensioni del valore*

In relazione a quanto detto, le dimensioni del valore sono riconducibili – sebbene secondo una logica prevalentemente potenziale – sia alla dimensione reale, sia a quella derivante dall'architettura finanziaria, come sopra descritto.

#### 5.1.2.3. La fase di investimento: la ricerca della *target*

##### *Attori*

Gli attori protagonisti della fase dedicata alla ricerca della società *target* sono gli azionisti fondatori e il *management team*. Tuttavia, non è da considerarsi secondario il contributo dei *market shareholder*. Questi ultimi, infatti, assumono un ruolo centrale in merito all'esito della proposta, in quanto il loro voto è decisivo affinché essa possa essere approvata o meno, determinando in questo modo i precorsi e gli esiti dell'intero investimento.

Gli attori richiamati presentano, come ormai noto, interessi diversi in questa fase. In merito alle due categorie di azionisti della SPAC, si può osservare che i fondatori hanno interesse alla conclusione della BC, mentre gli altri hanno interesse ad aderire solo se la proposta risulta capace di creare valore. Il fatto che per i fondatori non ci siano compensi fino alla BC costituisce un forte incentivo alla conclusione del *deal*, anche quando non è la scelta più conveniente (Hale, 2007).

Considerando le risorse apportate, accanto alle già richiamate competenze manageriali e alle altre risorse invisibili, vi è da considerare il cosiddetto SPAC *endowment* (al netto delle spese), depositato nel *trust account* a seguito della IPO e del collocamento in *private placement* dei titoli dei fondatori.

### *Peculiarità della valutazione*

Le peculiarità della valutazione saranno definibili in relazione al caso specifico ovvero al tipo di azienda individuata, coerentemente con le informazioni divulgate nel prospetto di quotazione.

Le peculiarità della valutazione sono più agilmente comprensibili se osservate alla luce dei fattori critici di successo e di alcuni *driver* del valore. I fattori critici di successo, in questa fase, investono una sfera più ampia di quella della SPAC stessa, il cui *management team* contribuirà a favorire il successo presentando una proposta di acquisizione vantaggiosa, e si estendono anche a quelli della *target*, anche in relazione alle fonti del valore che essa presenta. Si pensi, ad esempio, alle capacità del suo *management team* o, ancora, alla presenza di spiccate potenzialità inesprese o di crescita. L'approvazione della proposta di BC, che come noto è determinante ai fini del successo dell'intera "operazione SPAC", è legata anche alla fase di stima del valore del capitale della potenziale *target*. Ciò avvalorava il fatto che tra i possibili fattori critici di successo vi siano gli stessi *driver* di valore della *target*.

Nell'ambito della stima del valore della *target*, entra in gioco anche un fenomeno trasversale all'intero processo del valore: la diluizione. Infatti, benché essa operi prevalentemente nelle fasi successive alla BC, si anticipa a questa fase il suo ruolo di *driver* di valore.

### *Fattori critici di successo*

Il capitale relazionale apportato dal *management team* è la risorsa chiave per l'individuazione della *target*. Al contempo, la reputazione dei suoi componenti costituisce l'unico *asset* valutabile dagli investitori, in assenza di un *trend* storico di redditività (Chiomenti e Graffi, 2010). L'elemento centrale va, dunque, rintracciato nella capacità del *management team* di presentare una proposta di acquisizione che riceva il consenso dei *market shareholder*. Occorre, infatti, che il mercato e gli azionisti percepiscano la possibilità che l'M&A crei valore in futuro, altrimenti possono esercitare il diritto di chiedere il rimborso.

Un ulteriore elemento capace di favorire il successo della BC è rappresentato dalle informazioni fornite dalla società *target*, richieste ai fini della formulazione degli andamenti previsionali da parte dei soci della SPAC e da chi elabora le *equity research*.

Infine, la liquidità posseduta dalla SPAC rappresenta un fattore di successo nella negoziazione della BC, poiché la *target* dopo la BC potrebbe ricevere immediatamente la liquidità necessaria per finanziare il proprio processo di sviluppo e di crescita (Hale, 2007).

### *Struttura finanziaria*

La struttura finanziaria non presenta variazioni rispetto alla fase precedente.

### *Rischi*

La quotazione, a fronte di un ingresso di liquidità, determina il momento in cui il fattore generico denaro debba essere investito in attività strategiche (Jain e Shao, 2014). La conversione del denaro raccolto in attività reali mediante la BC rappresenta lo scopo per cui la SPAC è stata costituita e, come anticipato nei paragrafi precedenti, alimenta il rischio di insorgenza di conflitti di interesse tra le varie categorie di azionisti. Come ormai noto, infatti, l'interesse dei *founder* è realizzare la BC a tutti i costi per non perdere l'investimento. Una eventuale BC non rispondente alle aspettative nutrite in termini di creazione di valore può comunque rappresentare per i fondatori una via per minimizzare le perdite. Di contro, l'interesse dei *market shareholder* è di realizzare una BC che crei valore, dal momento che sono garantiti dal diritto di *redemption* nel caso in cui la *target* proposta non rispecchi le loro aspettative.

La dinamica di tali divergenze merita una riflessione. Da un lato, in luogo di un compenso esplicito, al *management* è consentito di acquistare un pacchetto azionario (generalmente pari al 20%) in *private placement* al valore nominale. Come garanzia di attenuazione dei conflitti di interesse, i *manager* si impegnano a votare in merito alla BC allineandosi alla volontà espressa dalla maggioranza degli azionisti di mercato. Dall'altro lato, non si esclude la possibilità che alcuni promotori acquistino azioni o *warrant* anche sul mercato borsistico, generalmente nel periodo dell'IPO o appena prima della data del voto degli azionisti (Lewellen, 2009).

Tali azioni hanno gli stessi diritti di quelle detenute dagli azionisti di mercato, ivi incluso il diritto di voto su tutte le acquisizioni proposte e il diritto di ricevere il valore depositato in trust in caso di liquidazione. A ciò consegue che i *manager* o altri soggetti ad essi legati possano acquistare pacchetti azionari di dimensioni rilevanti per incrementare il numero di voti a favore della proposta di acquisizione, evitando che il capitale di rischio degli *sponsor* perda totalmente il valore, per poi vendere le proprie azioni una volta concluso il *deal* (Jenkinson e Sousa, 2011). Questa possibilità acutizza il rischio legato alla possibilità di concludere un *deal* che distrugge valore per la SPAC e acutizza l'evidenza dei conflitti in seno alla *governance* della SPAC, riconducibili in questa fase al primo profilo del conflitto di agenzia che vede coinvolti azionisti e *manager*. Giova ricordare, tuttavia, la particolare connotazione del conflitto richiamato, in quanto il *management* in questo caso è allo

stesso tempo azionista fondatore. La conflittualità proprietà-*management* classicamente riconducibile al primo profilo della teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976) è, in questa sede, attenuata dalle peculiarità della figura dei promotori che al contempo possono appartenere al *management team*. Tuttavia, è possibile osservare una possibile divergenza di interessi tra *management* e azionisti di maggioranza (*market shareholder*), laddove il *management* stesso è costituito dagli azionisti di minoranza, coi quali può instaurare un *entrenchment effect* (Bennedsen e Nielsen, 2010) volto a indirizzare il voto verso la realizzazione del *deal*, a prescindere dalla sua capacità di creare valore.

La dualità di interessi, al contempo, può essere vista anche come un incentivo ad allineare gli obiettivi dei soggetti coinvolti nel *management* aziendale (azionisti fondatori e *manager*) con quelli dei soci investitori, in quanto i primi saranno spinti a ricercare e proporre investimenti per i quali si prospettano vie di creazione di valore per non rischiare il fallimento del *deal* e le relative conseguenze.

Alla luce delle conflittualità sopra descritte, i rischi riferibili ai soci fondatori si rintracciano, in ultima analisi, nella mancata individuazione della *target*, nel fallimento della proposta e nei possibili *trend* negativi del titolo della SPAC. Gli andamenti del titolo dopo l'annuncio, infatti, possono essere osservati come indicatore della capacità dell'operazione proposta di creare valore (Jenkinson e Sousa, 2011).

In questa fase, invece, i *market shareholder* corrono rischi più contenuti, in quanto la possibilità di chiedere il rimborso rappresenta una garanzia alla base del loro investimento. Tuttavia, occorre considerare le conseguenze in termini di potenziale distruzione di valore che si legano alle possibili distorsioni degli esiti delle votazioni che riguardano l'approvazione del *deal* proposto, dovute all'acquisto di azioni di mercato da parte dei promotori.

Per la società *target*, invece, si appalesa il rischio legato al fatto di rendere pubbliche informazioni riservate previsionali, sussistendo l'ipotesi che il *deal* non si chiuda.

### *Driver del valore*

Le fonti del valore derivanti da attività reali sono da rintracciare nella possibilità di proporre una società *target* che presenti opportunità di crescita e di sviluppo e che accolga il favore del mercato. Come anticipato, infatti, la capacità di interpretare l'andamento dei prezzi del mercato borsistico dopo l'annuncio dell'acquisizione offre agli investitori un'importante informazione capace di orientare le loro decisioni di voto (Jenkinson e Sousa, 2011).

Le opzioni di sviluppo della *target*, riconnesse anche al proprio capitale umano e relazionale, rappresentano la fonte del valore derivante da attività economica più evidente in questa fase e originano *driver* del valore di tipo potenziale, legati alla prospettiva delle parti coinvolte e, quindi, non neutrali e operanti a livello *entity*, in quanto capaci di coinvolgere l'attività economica dell'azienda stessa.

Tali *driver*, inoltre, sono di natura sinergica, a seguito dell'opportunità di seguire una logica valutativa cosiddetta *combined*. A tal riguardo, occorre formulare due ordini di considerazioni. La prima consiste nel fatto che la stessa BC tra la SPAC e la *target* offre la possibilità di conseguire sinergie (Zanetti, 2000) derivanti dalla combinazione di risorse che, in linea generale, possono essere ricondotte alla liquidità necessaria per lo sviluppo delle opzioni future (sinergie finanziarie), alle capacità manageriali e relazionali di entrambe le società e alla condivisione della struttura operativa della *target*.

In estrema sintesi, sul fronte della SPAC, si apportano risorse da condividere, nella seguente modalità:

- i *founder* offrono capitale relazionale, reputazionale e capacità manageriali, in quanto il loro apporto iniziale di denaro è limitato e finalizzato a finanziare la IPO;
- i *market shareholder*, in sede di IPO, apportano le risorse finanziarie necessarie per realizzare la BC e per finanziarie le opzioni di sviluppo futuro ad essa riferibili;
- la società *target* è in grado di condividere la propria struttura, la propria operatività e le proprie relazioni con gli *stakeholder*.

In secondo luogo, la sussistenza di *driver* di valore sinergici oppure *stand alone* dipende dalla natura delle opzioni di crescita per le quali la *target* si affida all'intervento della SPAC. Si pensi, ad esempio, al fatto che le opzioni di crescita supportate dalla SPAC sono finalizzate a una successiva acquisizione sinergica che coinvolge una terza azienda. In tal caso, vi sono ulteriori *driver* di valore originati da sinergie. Diversamente, qualora l'intervento della SPAC fosse finalizzato a risanare situazioni di difficoltà o crisi della *target* o a finanziarne una crescita autonoma, allora i *driver* di valore da considerare con riferimento a questa opzione sarebbero di tipo *stand alone*.

I *driver* di valore originati dall'architettura finanziaria del fenomeno indagato, in questa fase, son rintracciabili nelle speculazioni formulate dal mercato sulla base della reazione all'annuncio che, come detto, si trasferiscono sui prezzi delle azioni della SPAC. Infatti, nella fase dell'annuncio di una potenziale acquisizione, i prezzi formulati dal mercato possono riflettere la percezione degli investitori in merito al potenziale di valore creato dal *deal*. Di fatto, benché il prezzo sia un dato attuale, riflette le aspettative future

e quindi è capace di indicare i *driver* di valore potenziali (Jenkinson e Sousa, 2011). Il grado di adesione alla BC o di richiesta di rimborso riflette, dunque, tale percezione.

La stima del valore della potenziale *target* annovera tra i *driver* del valore potenziale anche il fenomeno della futura diluizione, nell'ipotesi di successiva conversione degli *warrant* in modalità *cashless*.

### *Dimensioni del valore*

Il valore, derivante sia da attività economica, sia dall'architettura finanziaria dello strumento in questa fase è potenziale e si fonda sui *driver* collegati alla BC e sopra descritti. Esso tuttavia è in parte approssimato dall'andamento del prezzo titoli.

#### 5.1.2.4. La fase dell'investimento: la *business combination*

##### *Attori*

La fase della *business combination* coinvolge tutti gli attori ovvero i *founder* e i *market shareholder* della SPAC, il *management team* della SPAC, gli azionisti che compongono la struttura proprietaria della *target* e il *management* di quest'ultima.

Ogni attore apporta risorse fondamentali per la creazione di valore. Come anticipato con riferimento alla fase precedente, la SPAC apporta la dotazione finanziaria (o SPAC *endowment*) e quella intangibile, riconducibile al capitale relazionale e umano del *management team*. Giova soffermarsi sul fatto che quest'ultimo costituisce nella fase trattata una risorsa chiave per la gestione della negoziazione con la controparte, relativa al valore di acquisizione che generalmente è approssimato da un *entry multiple*, e relativa alla definizione dell'assetto proprietario risultante dopo la fusione inversa.

La struttura operativa in questa fase è presente ed è rappresentata dagli *asset* e dalla gestione della società *target*, sulla quale i *manager* della SPAC attuano interventi gestionali orientati allo sviluppo.

##### *Peculiarità della valutazione*

La *target* è un'azienda che necessita di capitali per poter realizzare una opzione di sviluppo. Ciò costituisce la ragione della scelta della SPAC come forma di finanziamento, rispetto al *private equity* o all'indebitamento. Rispetto al *private equity*, infatti, la SPAC entra nella strategia quotando automaticamente la *target* (strategia di quotazione), mentre il *private equity* esce dall'investimento quotandosi. La strategia della SPAC può risultare più con-

veniente dell'indebitamento in relazione all'andamento dei tassi applicati nel periodo di riferimento e perché la *target* ha bisogno di capitale di lungo periodo, che non prevede un orizzonte limitato a causa del rimborso, per finanziare lo sviluppo di aziende, specialmente in periodi di crisi.

La valutazione, che in questa fase è finalizzata alla determinazione dell'*entry multiple*, deve tenere conto di queste peculiarità e delle specifiche convenienze delle parti in causa.

### *Fattori critici di successo*

Il successo della prima fase della BC è legato alle capacità manageriali di gestione della transazione e dell'integrazione. Per la *target*, inoltre, risulta fondamentale il reperimento delle risorse per finanziare lo sviluppo e l'aver conseguito la quotazione per mano della SPAC, senza dover affrontare il difficile processo di IPO in via alternativa.

### *Struttura finanziaria*

La struttura finanziaria sarà quella della società risultante dal *deal*, che risulta automaticamente quotata. La SPAC, nella maggior parte dei casi, acquista un pacchetto minoritario della *target*, i cui proprietari non desiderano perdere il controllo della società. Le due società generalmente si fondono in una fase immediatamente successiva. Questa operazione determina la cessazione della SPAC.

Nel caso in cui la SPAC preveda un aumento di capitale contestualmente alla fusione, si riscontra una seconda diluizione del capitale<sup>6</sup>, che genera un'ulteriore variazione dell'assetto proprietario.

### *Rischi*

Successivamente alla realizzazione della BC, gli investitori partecipano al rischio d'impresa della *target*, analogo a quello sopportato dagli azionisti di ogni società quotata (Garramone, 2020).

Ulteriori fonti di rischio possono essere ravvisate nei possibili conflitti di interessi tra azionisti di maggioranza e di minoranza e, nel caso specifico, tra gli azionisti originari della *target* e quelli provenienti dalla SPAC.

### *Driver del valore*

Al momento della BC, si possono osservare *driver* del valore sia fondamentali, sia di tipo finanziario. Quelli di tipo fondamentale, sono analoghi a

<sup>6</sup> Come già detto nel caso delle IPO, anche in questo contesto, la diluizione consiste in una ridefinizione degli assetti proprietari fondata su apporti reali di risorse.

quelli riscontrabili in ogni operazione di M&A e possono operare sia a livello *entity*, quando ad esempio, sono capaci di produrre movimenti nei flussi o nel profilo di rischio dell'attività risultante dalla fusione, sia a livello *shareholder*. Si pensi, nel primo caso, agli esiti degli interventi gestionali realizzati sulla target e, nel secondo caso, ai benefici privati del controllo (Dick e Zingales, 2004).

La configurazione ricercabile consiste in un valore potenziale di parte che, secondo i casi, può accogliere anche *driver* di tipo sinergico<sup>7</sup>. La logica valutativa non neutrale si fonda su *driver* di valore osservabili nell'ottica delle due società coinvolte. Si tratta, dunque, dell'insieme degli interventi prospettati o degli effetti insorti (Gonnella, 2012) a seguito della BC secondo la logica valutativa potenziale. Questi interventi consistono in evoluzioni, generalmente non spontanee, della formula imprenditoriale che saranno intraprese dopo la conclusione del *deal*.

Nello specifico, i flussi differenziali o le variazioni del profilo di rischio operativo e finanziario possono trarre origine dagli effetti asinergici e sinergici osservati in ottica di parte. I primi, ad esempio, risultano dai potenziali interventi del nuovo *management*, che possono riguardare la definizione del modulo combinatorio (ad es.: dismissione di impianti obsoleti), la gestione delle risorse aziendali eliminando inefficienze pregresse (Damodaran, 2006; Donna, 1999; Onida, 1951; Reboa, 1996), la ridefinizione della struttura finanziaria a seguito della fusione inversa e dell'eventuale aumento di capitale, capace di generare livelli di rischio finanziario differenti. Le mutazioni del profilo di rischio, solitamente, impattano sui tassi di sconto, mentre le modifiche intervenute nella struttura finanziaria possono impattare anche sui flussi prospettici.

Vi sono inoltre *driver* ravvisabili negli interventi di tipo relazionale (ad es.: il miglioramento della posizione dell'azienda sul mercato o della sua immagine percepita dai vari *stakeholder*). I *driver* di valore sopra ipotizzati sono capaci di impattare nell'economia dell'azienda risultante dalla BC e, per questo, sono di tipo *entity*.

Eventuali effetti sinergici, con particolare riferimento alla fattispecie studiata e alla fase qui rappresentata, possono essere ravvisati nella condivisione di risorse finanziarie o invisibili, quali il *know-how* tra la SPAC e la *target* (Donna, 1999; Damodaran e Roggi, 2013; Damodaran, 2018). Guardando alle sinergie, in linea teorica, si pone in la necessità di distinguere i *driver*

<sup>7</sup> Si rinvia, per approfondimenti relativi alle varie componenti del valore suddetto a: Frattini, 1983; Romano, 2008; Guatri e Bini, 2009.

che impattano a livello *entity* da quelli che riguardano, invece, solo alcune categorie di azionisti (*shareholder level*)<sup>8</sup>.

Andando a osservare più da vicino le peculiarità della fattispecie in analisi, occorre focalizzarsi sui *driver* del valore generato dall'architettura finanziaria. In particolare, occorre rilevare che, con la BC, si convertono le prime azioni dei *founder* che diventano ora *market share*. In tal modo, le azioni divengono negoziabili per cui, tra i *driver* occorre ricomprendere quelli che rappresentano il valore della negoziabilità (Onesti, 2002; Damodaran, 2005; Romano, 2008; Pratt e Niculita, 2008) che solo in questa fase gli azionisti fondatori della SPAC possono acquisire, diversamente dagli altri.

Desti interesse, in questa fase, il ruolo della definizione dell'*entry multiple* nell'ottica del valore per le diverse categorie di attori:

- gli azionisti provenienti dalla SPAC presentano interessi allineati e trovano convenienza nel definire un *entry multiple* più basso possibile. In tal senso, come anticipato, gioca un ruolo fondamentale il potere contrattuale e la capacità relazionale del *management team* della SPAC. Un *entry multiple* più basso consente agli azionisti della SPAC di beneficiare di un *net purchase value* più alto, anche in virtù delle prospettive di creazione di valore potenziale derivante da attività economica reale. Benché la creazione di valore potenziale di tipo fondamentale (reale), approssimata dal prezzo di borsa, sia un obiettivo dell'intera compagine sociale dell'azienda di nuova formazione, nel caso degli azionisti provenienti dalla SPAC essa si pone anche come presupposto fondamentale affinché si attivino i *driver* del valore finanziario originato dalla possibilità di convertire gli *warrant* in modalità *cashless*. La possibilità per gli azionisti della SPAC di trarre benefici dalla diluizione è legata all'andamento dei prezzi dei titoli. Ciò è motivato dalla volontà strategica di mantenere attivo il coinvolgimento degli azionisti della SPAC nella gestione dell'azienda anche dopo la fusione. Il caso di studio trattato nel capitolo precedente è risultato strumentale a mettere in evidenza la dinamica complessa dell'operato dei *driver* del valore che teorizziamo in questa fase del lavoro, pertanto si rinvia al capitolo 4 per una illustrazione più completa di quanto scritto;
- azionisti originari della *target*: essi ambiscono, al contrario, a ottenere un *entry multiple* più alto possibile, in modo da poter anticipare al momento della BC il conseguimento del valore che nelle fasi successive sarà ceduto agli azionisti della SPAC per via della diluizione.

<sup>8</sup> Per approfondimento su questo tema, si veda: Bernini, 2011.

La determinazione dell'*entry multiple*, che mira a sintetizzare il valore dell'entità risultante dalla BC, risente del fenomeno della diluizione che si verifica nella fase post BC (Berger, 2008). La diluizione delle azioni, infatti, impatta negativamente sul multiplo (*price/earning*) da impiegare per la valutazione del capitale. In linea con quanto sopra riportato, Lewellen (2009) ipotizza che la riduzione degli *excess return*, rilevata nella fase successiva alla BC, sia da ricondurre alla diluizione dei capitali dovuta all'esercizio dei warrant e alla conversione delle *founders' share*. Sul piano teorico, Lewellen (2009) suppone che il prezzo di mercato osservato precedentemente alla BC incorpori l'effetto della diluizione. A livello pratico, si sostiene che se il prezzo pre-BC fosse aggiustato per scontare l'effetto della diluizione, allora sarebbe inferiore al valore del *trust account*. In questo caso, gli azionisti troverebbero maggiori vantaggi nel votare contro la BC e prendere la quota parte del *trust account* di loro spettanza. Diversamente, Brown et al. (2010) sottolineano come la forte diluizione delle quote possedute dai soci della *shell company*, una volta avvenuta la BC, non freni i forti rendimenti per questi ultimi.

#### *Dimensioni del valore*

Nasce, in questa fase, una nuova società che dispone della liquidità necessaria per finanziare le opzioni di crescita e di sviluppo prospettate, di un *management team* capace di generare nuove fonti del valore, tramite interventi gestionali o sinergie e delle opportunità offerte dallo status di società quotata. Si pongono adesso le basi per la creazione del valore reale che, per il tramite della sua manifestazione sul prezzo dei titoli, costituisce una condizione necessaria affinché si realizzi la creazione di valore finanziaria.

#### 5.1.2.5. La fase di gestione post *business combination*: il processo di diluizione

La fase della diluizione rappresenta il momento in cui i tratti distintivi del processo di creazione del valore della SPAC trovano massima manifestazione e, al contempo, in cui si appalesano le maggiori difficoltà della rappresentazione delle fonti del valore. Per tale motivo, il caso di studio che è stato sviluppato nel capitolo precedente costituisce una via per la rappresentazione esplicativa del binomio "fenomeno SPAC-valore".

### *Attori*

Guardando al profilo degli attori coinvolti non si riscontrano differenze rispetto alla fase precedente.

Vale la pena, tuttavia, soffermarsi su alcune fondamentali considerazioni di seguito descritte. Il fenomeno della diluizione consente di creare nuove azioni, a vantaggio soltanto di alcune categorie di azionisti, senza che aumenti il volume del capitale netto. Questo altera gli assetti proprietari e gli equilibri del valore conseguito, a svantaggio dei soci provenienti dalla compagine sociale della *target* che, solitamente, detengono il pacchetto azionario di maggioranza. La peculiarità fondamentale e generale, dunque, consiste nel fatto che il valore generato dall'intervento della SPAC si configura diversamente in relazione alle varie categorie di azionisti che, a questo livello della catena del valore, sono almeno tre: gli SPAC *founder*, gli SPAC *market shareholder*, i soci della *target*.

### *Peculiarità della valutazione*

Esistono due binari della creazione di valore che producono effetti diversi: la creazione di valore derivante da attività economica genera *driver* operanti prevalentemente a livello *entity*; quella definita come finanziaria genera *driver* operanti a livello *shareholder*.

Le due strade per creare valore non sono indipendenti. Quella che percorre la direzione dell'attività reale – approssimata dal prezzo di mercato dei titoli – è, infatti, condizione necessaria affinché si manifesti anche quella finanziaria. Pertanto, per consentire di avviare il doppio binario di creazione di valore, è favorito il coinvolgimento dei soci SPAC nella gestione della società risultante.

### *Fattori critici di successo*

La creazione di valore da attività reale costituisce un fattore critico di successo in quanto è condizione necessaria per favorire il raggiungimento di livelli di prezzo tali da poter esercitare la conversione *cashless*. Risultano, dunque, fondamentali le competenze manageriali, la capacità di generare andamenti positivi e sinergie, le risorse finanziarie apportate, nonché una loro gestione strategica.

### *Struttura finanziaria*

La struttura finanziaria, a partire da quella ottenuta con la BC e l'eventuale aumento di capitale, si caratterizza per un cambiamento continuo dell'assetto proprietario.

### *Rischi*

Il rischio per tutti gli azionisti consiste nell'ipotesi di fallimento dell'operazione di amministrazione straordinaria effettuata, analogamente a quanto osservabile nelle consuete operazioni di M&A.

I cosiddetti SPAC *investor*, invece, corrono il rischio ulteriore consistente nel mancato raggiungimento del prezzo del titolo che consente che si attivi il processo di diluizione *cashless*.

### *Driver del valore*

I *driver* di valore emergenti dall'attività economica della società risultante presentano la medesima natura di quelli descritti nella fase precedente, sebbene sia possibile ipotizzare una evoluzione del progetto di crescita e sviluppo consentito dall'operazione che ha visto coinvolta la SPAC.

La creazione di valore scaturente dall'architettura finanziaria è, come ormai noto, originata dal fenomeno della diluizione – nel caso in cui essa avvenga in modalità *cashless* – che, al contempo, rappresenta uno degli incentivi dei *founder* ad assumersi gli alti rischi delle fasi iniziali della vita della SPAC e dei *market shareholder* ad aderire alla IPO. Il fenomeno della diluizione, derivante dalla conversione degli *warrant per tranche*, è capace di generare valore per gli azionisti provenienti dalla SPAC e dalla trasformazione delle *founders' share* in *market share*, alle condizioni predefinite. Seppur correlata agli andamenti positivi dei prezzi, tale conversione *cashless* aumenta il numero di azioni dei soci della SPAC, in assenza di un acquisto vero e proprio e quindi di un apporto di capitale. Tale fonte del valore, che opera soltanto nell'economia degli azionisti della SPAC, non è indipendente da quella derivante dalla reale attività operativa dell'azienda che viene a costituirsi dopo la BC e che, invece, impatta nell'economia di tutti gli azionisti (creazione di valore a *livello entity*) (Pratt, 2009; Bernini, 2011). La *target* è, infatti, un'azienda operante capace di generare flussi economico-finanziari, derivanti dalla possibilità di svolgere la gestione, e dotata di un proprio profilo di rischio. Tale attività è realizzabile certamente a partire dalle condizioni strutturali e operative della *target* nonché dal valore della conoscenza nella sua applicazione nell'ambito dei processi interni, considerata secondo una logica "*as-is*", mentre le opzioni di sviluppo osservabili in una logica di tipo potenziale trovano generalmente sostegno nelle disponibilità finanziarie e nelle risorse invisibili (*management expertise*, capitale umano e relazionale) ottenute grazie all'intervento della SPAC, quale mezzo per lo sviluppo delle aziende, specialmente in condizioni ambientali di crisi economico-finanziaria.

La diluizione è una fonte di creazione del valore operante a livello *shareholder* che investe solamente le categorie di azionisti che provengono dalla SPAC. Tuttavia, essa produce effetti diversi anche nel novero di questa categoria di azionisti. Questi, infatti, hanno acquisito gli *warrant* investendo capitale a prezzi diversi. A ciò, si aggiunge una ulteriore ragione di distinzione tra azionisti che è riconducibile al fatto che i soci fondatori della SPAC possono avvalersi anche della conversione delle loro *founders' share* in titoli negoziabili.

La possibilità di convertire gli strumenti finanziari introduce la dualità del concetto di valore riferito a questo contesto di analisi, nonché le possibili interrelazioni tra le dimensioni legate alla creazione di valore reale-fondamentale (Guatri e Bini, 2009) e all'architettura finanziaria.

### *Dimensioni del valore*

Il fenomeno della diluizione opera producendo effetti diversi in relazione ai vari soggetti. Per questo motivo, si possono osservare le modalità con cui la SPAC crea valore per le diverse categorie di azionisti, considerando in modo combinato i *driver* del valore finanziario (diluizione) e quelli del valore fondamentale, che impattano su flussi prospettici, tassi e/o sui multipli aziendali.

Il caso empirico analizzato ha messo in evidenza alcuni aspetti peculiari delle dinamiche del valore osservate nelle SPAC.

Per comprendere più a fondo le suddette peculiarità, è opportuno osservare l'effetto dei cosiddetti *driver* finanziari secondo una logica *stand alone*. In questa prospettiva, la diluizione genera al contempo un vantaggio per i soci originari della SPAC e uno svantaggio per gli azionisti originari della società *target*, che nella maggior parte dei casi sono i soci di controllo. Il duplice effetto sopra accennato suggerisce talune possibili dinamiche che la dottrina osserva attraverso le lenti del secondo conflitto di agenzia, richiamato nell'ambito del quadro teorico che è stato posto alla base del presente studio<sup>9</sup>. Dal momento che gli azionisti che si avvantaggiano del *driver* di valore costituito dalla diluizione sono quelli di minoranza, originari della compagine sociale della SPAC, mentre gli svantaggi sono a carico delle maggioranze, il potenziale conflitto dimostra alcune peculiarità, tra cui la sua direzione – che mette in evidenza potenziali vantaggi per le minoranze, anziché per le maggioranze, come generalmente si osserva – e la sua incorporazione nelle dinamiche alla base della definizione dei *driver* del valore potenziale. In altri termini, dal momento che gli effetti della diluizione sono noti fin dal

<sup>9</sup> Si vedano i capitoli 2 e 3.

momento in cui la *target* accetta la BC con la SPAC, essi sono tradotti in *driver* del valore potenziale nell'intero percorso operativo che conduce alla realizzazione dell'opzione di sviluppo, a partire dal momento in cui si definisce l'*entry multiple*. Ciò limita le possibilità che il conflitto ipotizzato da potenziale si trasponga in conflitto reale.

#### 5.1.2.6. La strategia di crescita per vie esterne: un possibile scenario

Le considerazioni esposte nella sezione precedente sono state sviluppate seguendo un'ipotesi di osservazione *stand alone* degli effetti legati alla diluizione, rispetto al complesso delle operazioni in atto. Tuttavia, le dinamiche alla base del percorso del valore nelle SPAC sono da osservare in ottica sistemica con quelle strategiche, legate all'attività economico-aziendale svolta dalla società emergente dalla BC<sup>10</sup>. Per questa ragione, coerentemente con le analisi svolte nel caso di studio, si propone una disamina evolutiva in modo da rappresentare uno dei possibili scenari che concretizzano la strategia di crescita della società risultante dalla BC. Si rappresentano, di seguito, le considerazioni strumentali all'individuazione dei *driver* del valore nell'ipotesi in cui si proceda con una seconda acquisizione, avente ad oggetto una seconda *target*, che intende generare valore per mezzo della generazione e della gestione di sinergie insorgenti.

#### *Attori*

Sono attori che operano nello scenario descritto tutti gli azionisti della società risultante dalla seconda operazione di finanza straordinaria e il *management*.

Oltre ai conflitti generalmente osservabili quando le aziende sono coinvolte in operazioni di M&A – quali ad esempio il conflitto di agenzia tra azionisti e *manager*, riguardo alle finalità perseguite mediante l'attuazione dell'acquisizione (Miller et al., 2010; Wright et al., 2002; Ben-Amar e André, 2006) o al possibile *entrenchment effect* (Chrisman et al., 2004; Caprio, et al., 2011; Gnan e Songini, 2014) che si può appalesare in caso di acquisizioni compiute da aziende che presentano particolari forme di *governance*, quali le aziende familiari – in questa fase, si manifesta l'evoluzione del potenziale conflitto generato dalla diluizione. Come anticipato nella sezione precedente, a cui si rinvia, le dinamiche del valore derivanti dall'opzione di

<sup>10</sup> Questa fase non è consequenziale alla precedente ma costituisce una possibile alternativa secondo uno sei possibili scenari osservabili.

sviluppo possono contenere le possibilità che il conflitto ipotizzato tra le minoranze azionarie provenienti dalla SPAC e il capitale di controllo originario della *target 1*<sup>11</sup>, da potenziale divenga conflitto reale. Sebbene tale possibile asimmetria nelle convenienze riferibili alle singole categorie di azionisti sia ricompresa nel processo valutativo fino dalla definizione dell'*entry multiple*, si potrà prevedere una rimodulazione del conflitto potenziale qualora il valore generato dall'opzione di crescita sia di entità tale da compensare l'“erosione” delle quote di partecipazione al valore subita dagli azionisti di controllo.

### *Peculiarità della valutazione*

Lo scenario della crescita per vie esterne impone una valutazione sistemica e integrata sul doppio binario della creazione del valore: la creazione di valore cosiddetta “finanziaria” è dipendente da quella “operativa”.

### *Fattori critici di successo*

L'ipotesi di crescita per vie esterne chiama in causa i fattori critici alla base del successo delle acquisizioni<sup>12</sup>, primi tra tutti le risorse manageriali, gli *invisible asset* e le sinergie.

### *Struttura finanziaria*

A partire dalla BC, si osserva un cambiamento continuo dell'assetto proprietario, dovuto dapprima all'operazione di M&A e poi al processo di diluizione nel periodo di tempo delle conversioni e alle eventuali modifiche che intervengono in conseguenza della seconda acquisizione coerentemente con lo scenario ipotizzato.

### *Rischi*

Oltre ai rischi che si riconnettono alle operazioni di M&A in genere e che investono l'intera compagine sociale, nel caso delle SPAC si aggiunge il rischio che al possibile fallimento dell'M&A, del processo di integrazione tra le unità aziendali, o a una *performance* sovrastimata, si associno flussi siner-

<sup>11</sup> Dal momento che, in questa sezione, si espongono considerazioni emergenti dall'ipotesi che sia compiuta una seconda acquisizione, analogamente a quanto svolto nel capitolo 4, per ragioni di chiarezza la società target con cui la SPAC opera la prima acquisizione, viene denominata *target 1*, mentre la seconda società acquisita successivamente viene denominata *target 2*.

<sup>12</sup> Rinviamao, per una analisi più approfondita, a: Zanetti, 2000; Bernini, 2011; Massari et al., 2022.

gici insufficienti a compensare gli effetti negativi prodotti dalla diluizione per gli azionisti di controllo.

### *Driver del valore*

Si ravvisano, come ormai noto, *driver* del valore derivanti dall'attività operativa che, ad eccezione di alcune fattispecie (Bernini, 2011, pp. 235 e seguenti), operano a livello *entity*. Si tratta di *driver* del valore sia asinergici sia sinergici, osservati secondo logiche valutative potenziali di parte. Senza pretesa di completezza, si indica che nell'ipotesi proposta, tali *driver* sono legati principalmente a (Guatri e Massari, 1992; Zanetti, 2000; Massari et al., 2002):

- effetti asinergici positivi o negativi quali, ad esempio, gli esiti dei potenziali interventi attuabili dal nuovo soggetto economico;
- effetti sinergici positivi o negativi legati all'insorgenza di sinergie di mercato, operative, finanziarie o fiscali;
- effetti, sinergici e/o asinergici che impattano sul profilo di rischio operativo (variabilità dei risultati prodotti) o finanziario (ad es.: onerosità del capitale, rischio di insolvenza).

I *driver* sopra menzionati si traducono nei parametri del valore che concorrono alla stima del valore potenziale di acquisizione, di seguito riportato nella sua determinazione coerente con il concetto di stratificazione del valore (Fishman et al., 2007; Zanetti, 2000; Copeland et al., 1994). Il valore sinergico di acquisizione (OIV, 2015, PIV I.5, I.6, I.11) si ottiene sommando algebricamente al valore dell'unità da acquisire gli «strati di valore» che costituiscono la quantificazione delle fonti sopra esemplificate:

$$WA = W_{\text{base}} + W_b - W_s + W_{\Delta\text{rischio}}$$

dove:

- $WA$  è il valore sinergico di acquisizione;
- $W_{\text{base}}$  è il valore di base della *target* 2;
- $W_b$  è il valore dei benefici economici realizzabili post acquisizione;
- $W_s$  è il valore degli svantaggi economici sopportati post acquisizione;
- $W_{\Delta\text{rischio}}$  è il valore dei differenziali di rischio conseguenti all'operazione.

Vi sono, poi, i *driver* del valore generati dall'architettura finanziaria propria delle dinamiche che coinvolgono le SPAC. I *driver* del valore finanzia-

rio sono quelli legati alla diluizione in atto, trattati nelle parti precedenti, a cui si rinvia.

La peculiarità di questo caso consiste nella necessità di osservare l'effetto delle due tipologie di *driver* in modo congiunto per poter pervenire alle distinte dimensioni del valore che si appalesano per le varie categorie di azionisti. La prima fattispecie di *driver*, quella derivante dalle attività operative capaci di generare valore per l'intera combinazione aziendale, costituisce una leva del valore diretta per la totalità degli azionisti e indiretta per gli SPAC *shareholder*, in quanto si pone come condizione necessaria affinché si realizzi la diluizione. Il fenomeno della diluizione agisce invece come *driver* del valore operante a livello *shareholder*.

### *Dimensioni del valore*

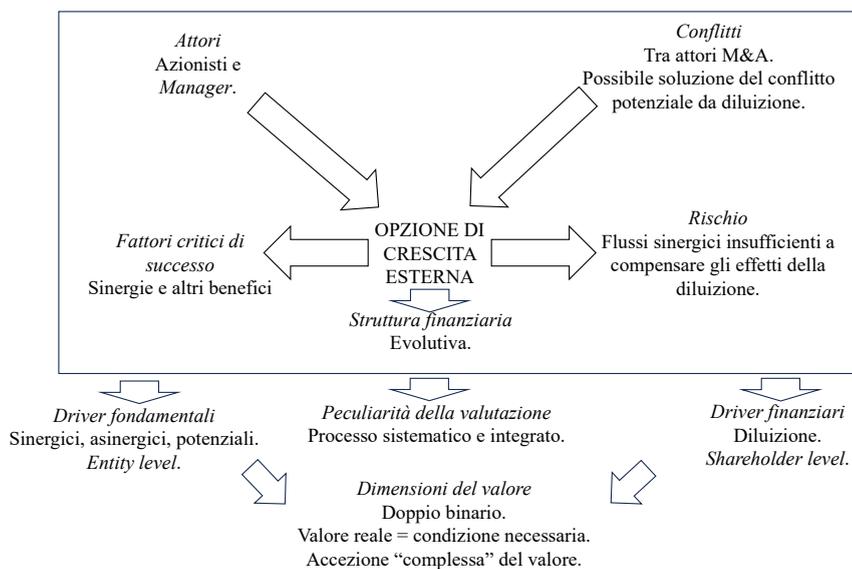
Una delle peculiarità della SPAC consiste nella possibilità di osservare dinamiche del valore specifiche per le varie categorie di attori coinvolti. La prospettiva del valore è, dunque, complessa in quanto si differenzia in relazione alla tipologia di azionista.

Il fenomeno della diluizione crea valore per i soli azionisti provenienti dalla compagine sociale della SPAC – seppure con impatti diversi dovuti alle differenze riscontrabili nelle condizioni di acquisto dei titoli convertibili – mentre il valore sinergico di acquisizione interessa l'intera compagine sociale.

Il valore diventa, in questa sede, un concetto “complesso” che dovrà essere osservato secondo una logica integrata in quanto, da un lato, gli azionisti originari della SPAC beneficeranno di un valore complessivo risultante dall'effetto cumulato delle due direttrici del valore (valore sinergico di acquisizione + benefici della diluizione); dall'altro lato, si potrà osservare una creazione di *shareholder value* “*erga omnes*” qualora si verifichi la condizione secondo cui il valore sinergico di acquisizione assuma una dimensione tale da compensare lo svantaggio economico che la diluizione produce per gli azionisti di controllo<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> La figura 1 rappresenta un ulteriore livello di analisi del quadro rappresentativo dei percorsi del valore della SPAC. Si precisa che il presente grafico complementa il quadro del valore proposto nelle Tabelle 1.a e 1.b ma, dal momento che non costituisce una fase consequenziale alla precedente bensì uno degli scenari ipotizzabili che non necessariamente accomuna tutte le SPAC, viene proposta in una rappresentazione a sé stante, rispetto al quadro tassonomico sopra riportato.

Fig. 1 – Quadro interpretativo della fase di sviluppo nello scenario della seconda M&A



Fonte: elaborazione propria.

## 5.2. L'indagine dedicata alla SPAC: considerazioni di sintesi

L'analisi della letteratura, illustrata nel secondo capitolo, ha suggerito l'opportunità di un approfondimento dedicato alla SPAC, che ne metta in evidenza le caratteristiche operative e le peculiarità che si possono manifestare in una analisi focalizzata sul processo di creazione di valore ad essa legato.

L'innovatività del fenomeno trattato richiede analisi descrittive, condotte seguendo una logica olistica e sistemica che non si focalizzi soltanto su singole fasi o su aspetti specifici ma che ne favoriscano una visione ampia e finalizzata a includere aspetti convergenti.

Le strategie di crescita che coinvolgono le SPAC sono ancora scarsamente esplorate, dal punto di vista della ricerca accademica di matrice aziendalistica. Le operazioni che sono svolte dalle SPAC presentano tratti distintivi ancora poco conosciuti dalla letteratura scientifica, nella prospettiva della creazione e della gestione del valore, rispetto a strumenti più tradizionali e noti quali, ad esempio, il *private equity*. Inoltre, la letteratura attuale<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Si rinvia al secondo capitolo per una visione della letteratura analizzata.

propone analisi riferite prioritariamente alla prospettiva giuridica e a quella della finanza aziendale oppure adotta un profilo maggiormente descrittivo quale via per l'analisi del fenomeno. Ciò suggerisce l'opportunità di osservare la SPAC assumendo una prospettiva interna all'azienda, volta a sviluppare analisi operative che sottostanno alle dinamiche del valore.

L'attività di ogni azienda coinvolge interessi e soggetti diversi, interni alla *governance* aziendale oppure esterni. Tuttavia, dall'analisi della SPAC, emerge che le relazioni con *stakeholder* e *shareholder* sono connotate da maggiore complessità, rispetto ad altre fattispecie. Si intende, al riguardo, fare riferimento sia al fatto che i soggetti direttamente coinvolti nelle attività della SPAC sono vari, che presentano obiettivi e aspettative diverse e, al contempo, svolgono ruoli diversi; sia al fatto che il confine tra posizioni interne ed esterne appare sfumato rispetto al caso di altre fattispecie.

Per le ragioni anzidette, l'intervento della SPAC presenta alcune peculiarità – da osservare nell'ottica delle varie categorie di *shareholder* – che la rendono un innovativo strumento di investimento e di finanziamento al contempo e presenta caratteri capaci di renderlo competitivo con quelli più tradizionali, nell'intento di sostenere lo sviluppo e la crescita delle aziende, nonché i percorsi di creazione di valore per le diverse categorie di soggetti coinvolti nell'operazione. Quanto detto è esemplificato dal fatto che la SPAC, in una sua prima fase di vita, assume il ruolo di investitore finanziario, per poi ricoprire successivamente quello di investitore operativo al momento in cui, con la BC, i suoi azionisti diventano parte attiva nella gestione della società (Chiomenti e Graffi, 2010).

Il quadro descritto nel primo capitolo, unitamente alle evidenze emerse dall'analisi della letteratura, ha suggerito la possibilità di indagare il fenomeno della SPAC seguendo una visione sistemica volta a tracciare un percorso di analisi degli aspetti strategici dell'oggetto di studio e delle determinanti del valore secondo la logica del *Value Based Management* in chiave *multishareholder*. Gli aspetti strategici rappresentano i pilastri da cui far discendere l'analisi volta ad osservare le multiformi manifestazioni del valore e dei suoi *driver*, nella prospettiva dei vari soggetti. Le questioni emergenti nella cornice disegnata rappresentano le linee di ricerca che il presente scritto ha seguito, nell'intento di indagare in modo sistemico gli elementi che concorrono a determinare gli aspetti principali che la SPAC si trova a gestire per generare valore. Per conseguire questo obiettivo, avente carattere più generale, la ricerca ha indagato in via più specifica:

- la SPAC inquadrata dal punto di vista economico-aziendale e non come mero strumento finanziario;

- le diverse tipologie di vantaggi e rischi che si configurano per i vari soggetti inclusi nella struttura proprietaria di questa forma di azienda, considerando gli incentivi e i compensi e alla luce delle prospettive teoriche che saranno descritte nel prosieguo;
- la relazione e le reciproche influenze tra il valore generato dall'operatività aziendale e il valore scaturente dall'"architettura finanziaria" dell'operazione, sopra richiamata. Si osserva, infatti, se i *driver* del valore riferiti al primo aspetto possano integrarsi e/o compensarsi con quelli legati al secondo (Dimitrova, 2017);
- le modalità con cui i meccanismi di creazione di valore caratteristici della SPAC possono indurre il perseguimento di obiettivi contrastanti tra varie categorie di azionisti o l'insorgenza di comportamenti di miopia manageriale, alla luce del quadro teorico di riferimento.

Per favorire una indagine sistemica delle questioni sopra delineate, il fenomeno della SPAC è stato esaminato secondo lo schema analitico-interpretativo della catena del valore di Porter (1985). L'idea di fondo è che la creazione di valore per le categorie di azionisti coinvolti nella SPAC dipenda dalle attività che si svolgono nel processo che porta dalla costituzione della SPAC, alla quotazione dell'azienda *target*, alla realizzazione della BC e, infine, al processo di conversione dei titoli. La ricerca, quindi, partendo dal concetto Porteriano adattato alla fattispecie specifica, ha delineato la catena del valore della SPAC identificando le singole fasi del suo percorso in relazione alle sue attività (cap. 3). Nel realizzare ciò, sono stati messi in evidenza aspetti che riguardano il ruolo degli attori coinvolti nelle varie attività, le risorse chiave (tangibili e intangibili), i fattori critici di successo (Rockart, 1982; Pozzoli e Fattori, 1996), i rischi, le peculiarità valutative e i principali *value driver* legati a tali attività (Banker e Johnston, 2007), secondo una prospettiva orientata alla creazione di valore. Tale analisi della catena del valore è stata realizzata mediante l'adozione di un quadro concettuale che include le teorie, ritenute idonee per la comprensione delle motivazioni alla base dei comportamenti dei soggetti, secondo prospettive dedicate alle singole fasi.

Il *framework* teorico riferito alla catena del valore è stato applicato per l'analisi del caso di studio relativo alla SPAC. Le evidenze raccolte hanno permesso di delineare un quadro tassonomico degli elementi che partecipano al peculiare percorso di creazione di valore nelle SPAC e dei suoi *driver*, che riteniamo utile sia per contribuire a sistematizzare la letteratura sulle SPAC, spesso frammentata e contraddittoria, e a riempirne alcuni *gap* individuati, sia per sviluppare la valenza pratica del presente contributo monografico.

Sostenere lo sviluppo e la crescita delle aziende mediante il percorso funzionale caratteristico della SPAC presenta alcune peculiarità che possono es-

sere osservate nell'ottica delle varie categorie di *shareholder* e che la rendono uno strumento di investimento e di finanziamento, allo stesso tempo, competitivo con quelli più tradizionali.

Come anticipato, la SPAC è un veicolo che chiama in causa numerosi attori, spinti da interessi talora coincidenti e talvolta confliggenti. Le motivazioni strategiche riferibili alle parti chiamate in causa dall'operazione descritta e che contestualmente concorrono anche al perseguimento delle finalità operative della SPAC, sono indagabili più facilmente se osservate in concomitanza con le ragioni che possono spingere la società *target* ad accettare l'acquisizione da parte della SPAC, generalmente motivata dalla necessità di reperire capitali per la realizzazione di un progetto di sviluppo o il risanamento della propria società. In questa prospettiva, la SPAC apporta competenze manageriali distintive. La SPAC, infatti, essendo una società priva di *asset* tangibili origina tutto il suo valore dal capitale umano (Mengoli e Di Maggio, 2009). Essa, inoltre, garantisce l'accesso immediato e facilitato al mercato borsistico (Boyer e Bagent, 2008), alternativa diretta, più semplice ed economica rispetto all'effettuazione una IPO autonoma (Aydogdu et al., 2007), in quanto la *target* ottiene la condizione di società quotata con sforzi ridotti e, talora, anche senza dover dimostrare di avere i requisiti necessari per la IPO. Soventemente, la SPAC si concentra sull'ottenimento di un pacchetto minoritario, consentendo all'azionista della *target* di mantenere il controllo della società, nonostante gli effetti del fenomeno della diluizione sull'assetto proprietario, e finanziando lo sviluppo reperendo capitali di rischio e, al contempo, coinvolgendo profili manageriali di alto livello quali quelli dei promotori. Questi ultimi, inoltre, anche nella circostanza in cui optino per liquidare l'investimento, nel rispetto delle clausole di *lock-up*, possono comunque continuare a esercitare un coinvolgimento diretto come *manager* della società risultante dalla BC. Si rileva, inoltre, la durata potenzialmente illimitata della presenza della SPAC nell'investimento con la *target*.

Nella prospettiva degli attori coinvolti, dunque, si possono prevedere alcuni possibili vantaggi e svantaggi legati al ricorso alla SPAC.

Riguardo ai *market shareholder*, è possibile osservare che l'investimento nella SPAC presenta condizioni favorevoli, riconducibili al profilo di rischio contenuto, legato alla possibilità di uscire dal suddetto investimento in modo semplice (data la possibilità di chiedere rimborso) ed economico in quanto le azioni sono tempestivamente smobilizzabili, perché quotate. L'investimento si presenta inoltre particolarmente redditizio. Ciò, oltre ad essere legato alle potenzialità reali di creare valore, è riconducibile anche al fatto che generalmente la valutazione della società *target* porta alla definizione di prezzi leggermente inferiori rispetto ai valori di mercato, generando un po-

tenziale incremento successivo dei prezzi delle azioni della società risultante dalla BC. Vi è inoltre da considerare che, per questi azionisti, si possono palesare anche i benefici legati alla creazione di valore da attività finanziaria che scaturiscono dalla possibilità di convertire gli *warrant* nella modalità *cashless* e quindi di generare il fenomeno della diluizione.

I soci fondatori della SPAC, che nelle fasi precedenti alla BC si accollano un rischio elevato (ad es.: il fallimento IPO o la liquidazione della società in caso di mancata realizzazione del *deal*), possono conseguire un più consistente valore economico, a seguito del fenomeno della diluizione o della possibilità di acquistare titoli azionari in sede di IPO a prezzi inferiori. Nell'analisi dei vari aspetti che interessano l'operatività della SPAC, occorre dunque considerare i pro e i contro dell'operazione, con particolare riferimento ai possibili effetti della diluizione per i vari profili interessati, ai limiti temporali cui la SPAC deve attenersi nel concludere il *deal* e, tra le altre cose, anche gli aspetti che emergono dall'analisi fondamentale riguardante sia la società *target*, sia le prospettive di crescita previste per la fase post *deal*. La creazione di valore cosiddetta "finanziaria", infatti, non è indipendente da quella derivante da attività reale. Quest'ultima, infatti, si pone come *driver* indiretto della creazione di valore "finanziaria", in quanto rappresenta una determinante della possibilità di convertire gli *warrant* in azioni e, quindi, di indurre il fenomeno della diluizione.

L'analisi delle fasi del processo di funzionamento della SPAC ha consentito di delinearne le peculiarità che ne caratterizzano sia la validità come mezzo innovativo per la raccolta di capitale e per il finanziamento dello sviluppo del percorso di crescita delle aziende, sia le modalità con cui queste perseguono l'obiettivo della creazione di valore per le diverse categorie di azionisti coinvolti nell'operazione. Le peculiarità dello strumento, che ne suggeriscono anche una visione comparativa nei confronti del percorso seguito dal *private equity*<sup>15</sup>, mettono in rilievo interessanti e non unidirezionali relazioni tra valore reale e valore generato dall'architettura finanziaria dello strumento, dalla quale discende l'intero percorso della diluizione e che può impattare diversamente nell'economia di particolari categorie di azionisti o dell'intera combinazione produttiva (Dimitrova, 2017), dando luogo a particolari dinamiche del conflitto di agenzia e mettendo in risalto il caratteristico ruolo ricoperto dalle risorse specifiche.

<sup>15</sup> Si veda il par. 5 del primo capitolo.

## BIBLIOGRAFIA

- AGUILERA, R.V., JACKSON, G., *The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants*, Academy of Management Review, Vol. 28 No. 3, pp. 447-465, 2003.
- AHLERS, O., HACK, A., KELLERMANN, F.W., *Stepping into the buyers' shoes': Looking at the value of family firms through the eyes of private equity investors*. Journal of Family Business Strategy, Vol. 5, pp. 384-396, 2014.
- AKDOĞU, E., SIMSIR, S.A. AND MERVE, M.Y., *SPACs and the Regulation Gap: The Effect of First SEC Intervention on Share and Warrant Returns*. Finance Research Letters, 2022.
- ALVESSON, M., DEETZ, S., *Doing Critical Management Research*. Sage, London, 2000.
- ANDERSÉN, J., *Strategic resources and firm performance*. Management Decisions, Vol. 49, No. 1, pp. 87-98
- ANSOFF, I.H., *Strategia aziendale*, Milano, Etas, 1968.
- AREND, R.J., LÉVESQUE, M., *Is the Resource-Based View a Practical Organizational Theory?* Organization Science, Vol. 21, No. 4, pp. 913-930, 2010.
- ARMSTRONG, C. E., & SHIMIZU, K., *A review of approaches to empirical research on the resource-based view of the firm*. Journal of Management, Vol. 33, pp. 959-986, 2007.
- ARMSTRONG, C.S., CORE, J.E., TAYLOR, D.J., VERRECCHIA, R.E., *When does information asymmetry affect the cost of capital?* Journal of Accounting Research, Vol. 49 No. 1, pp. 1-40, 2011.
- ASHBAUGH, H., COLLINS, D.W., LAFOND, R., *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital*, Emory, University of IA, 2004.
- ATTIG, N., FONG, W.M., GADHOUM, Y., LANG, L.H.P., *Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity*. Journal of Banking and Finance, Vol. 30, pp. 2875-2892, 2006.
- AYDOĞDU, M., SHEKHAR, C., TORBEY, V., *Shell companies as IPO alternatives: an analysis of trading activity around the reverse mergers*. Applied Financial Economics, Vol. 17, pp. 1335-1347, 2007.

- BANKER, R.D., JOHNSTON, H.H., *Cost and profit driver research*, in C.S. Chapman et al. (Eds), *Handbook of Management Accounting Research*, Elsevier, pp. 531-556, 2007.
- BARNEY, J.B., CLARK, D.N., *Resource-based theory: Creating and sustaining competitive advantage*. New York: Oxford University Press, 2007.
- BARNEY, J.B., *Firm resources and sustained competitive advantage*. *Journal of Management*, Vol. 17, pp. 99–120, 1991.
- BARTLETT, C.A., GHOSHAL, S., *Building Competitive Advantage through People*. *MIT Sloan Management Review*, Vol. 43, pp. 34-41, 2002.
- BEN-AMAR, W., ANDRÈ, P., *Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada*. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, No. 3-4, pp. 517-543, 2006.
- BENNEDSEN, M. AND NIELSEN, K.M., *Incentive and entrenchment effects in European ownership*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34 No. 9, pp. 2212-2229, 2010.
- BERGER R., *SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 20, No. 3, pp. 68-75, 2008.
- BERNINI, F., DE SANTIS, F., PRESTI, C., *L'Artificial Intelligence per la creazione, la gestione e lo sviluppo del Capitale Intellettuale*, in Castellano N. (a cura di), *Big Data e Analytics: profili di controllo manageriale, organizzativi e giuridici*, Torino, Giappichelli, 2023.
- BERNINI, F., DELLO SBARBA, A., GIANNETTI, R., *La creazione di valore tra tradizione ed innovazione: riflessioni sul potenziale ruolo di Private equity e Special Purpose Acquisition Company*, in Paolini A., Cavallini I. (a cura di), *Scritti in onore di Luciano Marchi. Volume I, Creazione di valore nella prospettiva economico-aziendale*, Torino, Giappichelli, 2021.
- BERNINI, F., *I pacchetti azionari. Analisi del fenomeno e aspetti valutativi*, Milano, Giuffrè, 2011.
- BERNINI, F., *Il trasferimento di partecipazioni. Profili economici e determinanti del valore di scambio*, in Ficari V., Mastroiacovo V. (a cura di), *Corrispettività, onerosità e gratuità. Profili tributari*, Giappichelli, Torino, 2014.
- BERNINI, F., LA ROSA F., *La valutazione delle aziende familiari nelle operazioni di M&A, di private equity e nelle IPO*, in Nicola Lattanzi, Giovanni Liberatore e Riccardo Tiscini, *La valutazione delle aziende familiari*, Collana di Studi di Valutazione d'Azienda coordinata dal Prof. Giovanni Liberatore, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022.
- BLANKESPOOR, E., HENDRICKS, B., MILLER, G.S., STOCKBRIDGE, D.J., *A Hard Look at SPAC Projections*. *Management Science*, Vol. 68, No. 6, pp. 742-4753., 2022.
- BLOMKVIST, M., VULANOVIC, M., *SPAC IPO Waves*. *Economics Letters*, Vol. 197, 2020.
- BOEDKER, C., MOURITSEN, J., GUTHRIE, J., *Enhanced business reporting: international trends and possible policy directions*, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 12 No. 1, pp. 14-25, 2008.
- BONENFANT, M.A., *Special Purpose Acquisition Companies*, Aspen Publishers Corporation, vol. LXXVIII, n. 23, 2007.

- BOYER C., BAIGENT, G.G., SPACs as Alternative Investments: An Examination of Performance and Factors that Drive Prices. *The Journal of Private Equity*, Vol. 11, No. 8, pp. 8-15, 2008.
- BURRELL G., MORGAN G., Social Paradigms and Organizational Analysis, London, Heinemann Educational Books Ltd., 1979.
- CAPASSO A., Economia e finanza delle acquisizioni aziendali, Padova, Cedam, 1990.
- CAPRIO, L., CROCI, E., DEL GIUDICE, A., Ownership structure, family control and acquisition decision. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. (5), pp. 1636-1657, 2011.
- CARLOS, M., JARDON MARIA SUSANA MARTOS, Intellectual capital as competitive advantage in emerging clusters in Latin America. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 13, No. 4, pp. 462-481
- CHEN, K.C.W., CHEN, Z., WEI, K.C.J., Legal protection of investors, corporate governance, and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15 No. 3, pp. 273-289, 2009.
- CHIOMENTI, C., GRAFFI, L., La Special Purpose Acquisition Company, *Giurisprudenza Commerciale*, Vol. 37, pp. 445-463, 2010.
- CHRISMAN, J.J., CHUA, J.H., LITZ, R.A., Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, No. 4, pp. 335-354.
- CHUA, W.F., Radical Developments in Accounting Thought. *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 4, pp. 601-632, 1986.
- CINQUINI, L., DI MININ, A., VARALDO, R. Nuovi modelli di business e creazione di valore: la Scienza dei Servizi, Verlag Mailand, Springer for Innovation, 2011.
- CINQUINI, L., TENUCCI, A., CAMPANALE, C., Performance Measurement in Servitization: results from a structured literature review. MSAR 2018 - Manufacturing & Service Accounting Research Conference Oslo, Norway, June 15-16, 2018.
- CIOLI V., SPAC Le business combination. Analisi critica della quotazione di Sesa Spa, Aracne, Roma, 2017.
- CIRILLO, A., MUSSOLINO, D., ROMANO, M., VIGANÒ, R., A complicated relationship: Family involvement in the top management team and post-IPO survival. *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 8, pp. 42-56., 2017.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L.H.P., Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2741-2771, 2002.
- CODA, V., La valutazione della formula imprenditoriale, in *Sviluppo e Organizzazione*, No. 82, marzo-aprile, 1984.
- CONCA, V., Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita, Milano, Egea, 2010.
- CONCA, V., LONGHI, L. C'è SPAC e SPAC. I casi di Italia e USA, in *Economia&Management*, 2018/1.
- CONCA, V., Mercato delle SPAC. Eppure si muove, IN *Economia&Management*, 2017/5.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, terza edizione aggiornata, Milano, IISole24Ore, 1994.

- CORBELLA S., LIBERATORE G., TISCINI R., *Manuale di valutazione d'azienda. Approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*, Milano, McGraw-Hill, 2020.
- CORBETTA P., *Social Research: Theory Methods and Techniques*, London, SAGE Publications Ltd., 2003.
- CORTESI A., *Le acquisizioni di imprese: strutture e processi per la creazione di valore*, Milano, Egea, 2000.
- CRISTOFARO G., Il trust nella quotazione delle SPAC (Special purpose acquisition company), in «Trusts e attività fiduciarie», No. 3, 2009.
- CROTTY M., *The foundations of social research: Meaning and perspective in the research process*, London, SAGE Publications, 1998.
- CUMMING, D. J., HASS, L.H., HASS, L.H., SCHWEIZER, D., The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs. *Journal of Banking and Finance*, 2012.
- D’ALVIA, D., The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 21, pp. 107–124, 2020.
- DALLOCCCHIO M., SALVI A., *Finanza d’Azienda*, seconda edizione, Milano, Egea, 2004.
- DALTON, D.R., HITT, M.A., CERTO, S.T., DALTON, C.M., The fundamental agency problem and its mitigation. In J. F. Walsh & A. P. Brief (Eds.). *Academy of Management Annals*, Vol. 1, pp. 1–64, 2007.
- DAMODARAN A., *Damodaran on Valuation. Security Analysis for investments and Corporate Finance*, Hoboken, Wiley and Sons, 2006.
- DAMODARAN A., *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, second edition, Hoboken, Wiley & Sons, 2006.
- DAMODARAN A., *Dark Side of Valuation, The: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, Third edition, Pearson, 2018.
- DAMODARAN A., *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo, 2001.
- DAMODARAN, A., *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, Stern School of Business, 2005.
- DAMODARAN, A., ROGGI, O., *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo, 2013.
- DATAR, V.T., EMM, E.E. AND HAN, B., Performance of ESG SPACs. , 2023.
- DENYER, D., TRANFIELD, D., Using qualitative research synthesis to build an actionable knowledge base. *Management Decision*, Vol. 44, No. 2, pp. 213-227, 2006.
- DICK, A., ZINGALES, L., Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2, pp. 537-600, 2004.
- DIMIC, N., GOODELL, J.W., PILJAK, V., VULANOVIC, M., Acquisition Determinants of Energy SPACs: Reflecting a Closed Group?. *Finance Research Letters*, 104001, 2023a.
- DIMIC, N., GOODELL, J.W., PILJAK, V., VULANOVIC, M., Green SPACs. *European Financial Management*, 2023b.

- DIMITROVA, L., Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 63, No. 1-2, 2017.
- DONNA, G., *La creazione del valore nella gestione d’impresa*, Roma, Carocci, 1999.
- DUMAY, J., A critical reflection on the future of intellectual capital: from reporting to disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 17 No. 1, pp. 168-184, 2016.
- DUMAY, J., GARANINA, T., Intellectual capital research: a critical examination of the third stage”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 14, No. 1, pp. 10-25, 2013.
- EDVINSSON, L. & MALONE, M.S., *Intellectual Capital: Realizing Your Company’s True Value by Finding its Hidden Brainpower*. Harper Business, New York, NY, 1997.
- EISENHARDT, K.M., Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, pp. 57–74, 1989.
- FACCIO, M. AND LANG, L.H.P., The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No. 3, pp. 365-395, 2002.
- FAMA, E.F., JENSEN M.C., Separation of Ownership and Control, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 26, Issue 2, pp. 301–325, 1983.
- FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d’impresa*, Milano, Giuffrè, 1966.
- FISHMAN J.E., PRATT, S.P., MORRISON W.J., *Standards of Value. Theory and Application*, Hoboken, Wiley & Sons, 2007.
- FLOROS, I.V., SAPP, T.R., Shell games: On the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 850-867, 2011.
- FRATTINI, G., *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, Milano, Giuffrè, 1983.
- FUMAGALLI, M., *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Milano, Egea, 2014.
- G. GIGANTE, G, CONSO, A. BOCCHINO, E. M., *SPAC. From the US to Italy*, Milano, Egea, 2020.
- GAHNG, M., RITTER, J.R., ZHANG, D., *SPACs. The Review of Financial Studies*, 2021.
- GALEOTTI, M., *La valutazione strategica nell’ipotesi di cessione dell’azienda*, Milano, Giuffrè, 1995.
- GARRAMONE, F., Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC). *Banca Impresa Società*, XXXIX, No. 1, pp. 131-171, 2020.
- GERVASONI, A., SATTIN, F.L., *Private Equity e Venture capital: Manuale di Investimento nel Capitale di rischio*. Milano, Edizioni Angelo Guerini e Associati S.p.A., 2012.
- GIGANTE, G., CONSO, A., *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Milano, Egea, 2019.
- GILLIGAN, J., WRIGHT, M., *Private Equity demystified. An explanatory guide*. Corporate Finance Faculty, 2010.

- GNAN, L., SONGINI, L., Family involvement and agency cost control mechanisms in family small and medium-sized enterprises. *Journal of Small Business Management*, Vol. 53, No. 3, pp. 748-779, 2015.
- GOMPERS, P., KAPLAN, S.N., MUKHARLYAMOV, V., What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, Vol. 121, No. 3, pp. 449-476, 2016.
- GONNELLA, E., I rami d'azienda. genesi, tratti distintivi, lineamenti economici, Pisa, Plus, 2012.
- GONNELLA, E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand-alone, Pisa, Plus, 2008.
- GONNELLA, E., MAGLIO, R., TISCINI, R., La valutazione delle *startup*, Collana di Studi di Valutazione d'Azienda coordinata dal Prof. Giovanni Liberatore, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022.
- GOZZI A., La definizione e la valutazione delle strategie aziendali: criteri, metodi, esperienze, Milano, Etas libri, 1991.
- GRANT, R.M., Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 109–122, 1996.
- GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2009.
- GUATRI, L., *La teoria della creazione del valore. Una via europea*, Milano, Egea, 1991.
- GUATRI, L., MASSARI, M., la diffusione del valore, Milano, Egea, 1992.
- GUTHRIE, J., PETTY, R., RICCERI, F., The Voluntary Reporting of Intellectual Capital: Comparing Evidence from Hong Kong and Australia. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 7, pp. 254- 271, 2006.
- HAIL, L., LEUZ, C., International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 3, pp. 485-531, 2006.
- HALE, L.M., SPAC: A financing tool with something for everyone. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 18, No. 2, pp. 67–74, 2007.
- HANIFFA R, HUDAIB M, NAWAZ, T., The Value of Social Capital for the Success of SPAC IPOs. *International Journal of Financial Studies*, Vol. 10, No. 2, pp. 31, 2022.
- HARLOW, H.D., Developing a knowledge management strategy for data analytics and intellectual capital. *Meditari Accountancy Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 400-419, 2018.
- HEWITT, S., Specified Purpose Acquisition Companies, *Bloomberg Corporate Law Journal*, 2006.
- HEYMAN, D.K., From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2, pp. 531, 2007.
- HITCHNER, J. R., Financial Valuation. Applications and Models, second edition, Hoboken, Wiley & Sons, 2006.

- HOPPER, T., POWELL, A., Making sense of research into organizational and social aspects of Management Accounting: a review of its underlying assumptions. *Journal of Management Studies*, Vol. 22, No. 5, pp. 429–436, 1985
- HOWE, J., O'BRIEN, S., SPAC Performance, Ownership and Corporate Governance. *Advances in Financial Economics*, 15, pp. 1-14, 2012.
- HYUNSEOK K., JAYOUNG, K., CHULHEE, J., KYOJIK, R.S., Going public through mergers with special purpose acquisition companies. *International Review of Finance*, *International Review of Finance Ltd.*, Vol. 21, No. 3, pp. 742-768, 2021.
- IGNATYEVA, E., RAUCH, C., & WAHRENBURG, M., Analyzing European SPACs. *The Journal of Private Equity*, Vol. 17, No. 1, pp. 64–79, 2013.
- ITAMI, H., *Le risorse invisibili*, Torino, Isedi, 1988 (ed. orig.: Mobilizing Invisible Asset, Boston, President and Fellows of Harvard College, 1987).
- IVASHINA, V., KOVNER, A., The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7, pp. 2462-2498, 2011.
- JAIN, B.A., SHAO, Y., Family Involvement and Post-IPO Investment Policy. *Family Business Review*, Vol. 27, No. 4, pp. 287–306, 2014.
- JENKINSON, T., SOUSA, M., Why SPAC Investors Should Listen to the Market. *Journal of Applied Finance*, Vol. 2, pp. 1-21, 2011.
- JENSEN, M., MECKLING, W., Theory of the firm: Management behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305–360, 1976.
- JENSEN, M.C., Organization theory and methodology. *Accounting Review*, 58, 319–339, 1983.
- JOG, V., SUN, C., Blank Check IPOs: A Home Run for Management, 2007.
- KANG, H.C., LEE, S., What has been changed in SPAC mergers? Evidence from Korea since their introduction. *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 56., 2023.
- KAPLAN, S.N., STROMBERG, P., Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 121-46, 2009.
- KIM, J., PARK, S., PETERSON, K., WILSON, R.J., Not Ready for Primetime: Financial Reporting Quality after SPAC Mergers. *Management Science*, 2022.
- KOLB, J., TYKVOVÁ, T., Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 40, pp. 80-96, 2016.
- KRAAIJENBRINK, J., SPENDER, J.C., GROEN, A.J., The Resource-Based View: A Review and Assessment of Its Critiques. *Journal of Management*, Vol. 36, pp. 349-372, 2010.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. VISHNY, R. W., Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, pp. 1147-1170, 2002.
- LA ROSA, F., BERNINI, F. AND VERONA, R. (2020), Ownership structure and the cost of equity in the European context: The mediating effect of earnings management. *Meditari Accountancy Research*, Vol. 28 No. 3, pp. 485-514, 2020.

- LA ROSA, F., CASERIO, C., BERNINI, F., Corporate governance of audit firms: Assessing the usefulness of transparency reports in a Europe-wide analysis. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 27, No. 1, pp. 14-32, 2019.
- LAKICEVIC, M., SHACHMUROVE, Y., & VULANOVIC, M. Institutional Changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 28, No. C, pp. 149–169, 2014.
- LAKICEVIC, M., VULANOVIC, M., A Story on SPACs. *Managerial Finance*, Vol. 39, No. 4, pp. 384-403, 2013.
- LAMBERT, R., LEUZ, C., VERRECCHIA, R., Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, Vol. 16, No. 1, pp. 1-29, 2011.
- LEE, H.M.C., QU, Y., SHEN, T., Going Public in China: Reverse Mergers versus IPOs. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18-15, 2020.
- LEWELLEN, S., SPACs as an Asset Class (March 24, 2009), 2009.
- MASSARI, M., VILLANI, M., ZANETTI, L., Valutazione, Milano, Egea, 2022.
- MASSARO, M., DUMAY, J., GUTHRIE, J., On the shoulders of giant: undertaking a structured literature review in accounting. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 29, No. 5, pp. 767-801, 2016.
- MAZZOLA, P., MARCHISIO, G., The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs. *Family Business Review*, Vol. 15, No. 2, pp. 133-148, 2004.
- MENGOLI, S., DI MAGGIO, R., Le Special Purpose Acquisition Companies come strumento alternativo di raccolta di capitale. *Finanza, Marketing e Produzione*, Vol. 3, pp. 86-102, 2009.
- MILLER, D., LE BRETON-MILLER, I., LESTER R.H., Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, Vol. 31, No. 2, pp. 201-223, 2010.
- MURRAY, J.S., Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations. *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 6, No. 2, pp.1-27, 2017.
- MURRAY, J.S., The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs, 2014.
- MUSCARELLA, C.J, VETSUYPENS, M.R., Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5, pp. 1389-1413, 1990.
- NAHAPIET, J., GHOSHAL, S., Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *The Academy of Management Review*, Vol. 23, No. 2, 242–266, 1998.
- NILSSON, G.O., Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies. *European Business Organization Law Review*, Vol. 19, pp. 253-274, 2018
- OIV, PIV – Principi Italiani di Valutazione, 2015.
- ONESTI, T., Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni, Padova, Cedam, 2002.

- ONIDA, P., *Le dimensioni del capitale d'impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, ristampa seconda edizione emendata, Milano, Giuffrè, 1951.
- PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Torino, Utet, 1990.
- PAPATHANASIOU, S., KOUTSOKOSTAS, D., PERGERIS, G., Novel Alternative Assets within a Transmission Mechanism of Volatility Spillovers: The Role of SPACs. *Finance Research Letters*, 2021.
- PENROSE, E.T., *The theory of growth of the firm*. London: Blackwell, 1959.
- PETERAF, M.A., The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 179–191, 1993.
- PETERSEN, T., The economics of organizations: The principal-agent relationship. *Acta Sociologica*, Vol. 36, pp. 277–293, 1993.
- PETTICREW, M., ROBERTS, H., *Systematic Reviews in the Social Sciences: A Practical Guide*. Kindle ed., Wiley-Blackwell, Oxford, 2008.
- PITTENGER, M.A., GRISIN, C.M., *When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market*. University of Pittsburgh, Pittsburgh, PA, 2007.
- POPPER, K., *Congetture e confutazioni* (I. Mulino, Ed.), Bologna, 1972.
- PORTER, M.E., *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press, 1985.
- POZZOLI S., *Fattori critici di successo*, Padova, Cedam, 1996.
- PRATT, S. P., REILLY, R. F., SCHWEIHS, R. P., *Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth edition, New York, McGraw-Hill, 2007.
- PRATT, S.P., NICULITA, A.V., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth Edition, New York, McGraw-Hill, 2008.
- PRATT, S.P., NICULITA, A.V., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth Edition, New York, McGraw-Hill, 2008.
- QUINN, J.B., ANDERSON, P., FINKELSTEIN, S., Managing professional intellect: making the most of the best. *Harvard Business Review*, Vol. 74, No. 2, pp. 71-80, 1996.
- REBOA, M., *Le dismissioni di unità aziendali nei processi di ristrutturazione*, Milano, Egea, 1996.
- RIVA, P., PROVASI, R., Evidence of the Italian special purpose acquisition company. *Corporate Ownership & Control*, Vol. 16, No. 4, pp. 66-76, 2019.
- ROCKART, J.F., The Changing Role of the Information Systems Executive: A Critical Success Factors Perspective. *Sloan Management Review*, Vol. 24, pp. 3-13, 1982.
- RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, pp. 111-121, 2014.
- ROMANO, M., *Dinamica del valore e aspetti di corporate governance negli squeeze-out delle minoranze azionarie*, Ristampa aggiornata, Torino, Giappichelli, 2008.
- SALVI, A., *Finanza d'Azienda*, seconda edizione, Milano, Egea, 2004.

- SANGUIGNI, V., SPACS as an instrument of beneficial change in corporate governance, aimed at company growth: The first Italian insurtech-based insurance company. *New Challenges in Corporate Governance: Theory and Practice*, pp. 180-189, 2019.
- SCHUMACHER, B., A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia. *Northwestern Journal of International Law and Business*, Vol. 40, pp. 391-416, 2020.
- SHACHMUROVE, Y., VULANOVIC, M., US SPACs with a focus on China. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol 39, pp. 1-18, 2016.
- SHAPIRO, S.P., Agency theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284, 2005.
- SIGNORELLI S., *Strategie di coalizione*, Torino, Isedi, 1988.
- STEWART, G.B. III, *EVA™: Fact and Fantasy*. *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 2, 1994.
- SVEIBY, K.E., The new organizational wealth. Managing and measuring knowledge-based asset. San Francisco, Berret-Koehler, 1977.
- TASCA, A., GIACOMETTI, L. F., *La Spac tra diritto, finanza e impresa*. Milano, Giuffrè, 2020.
- VULANOVIC, M., SPACs: Post-Merger Survival. *Managerial Finance*, 2016.
- WERNERFELT, B., A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 5, pp. 171–180, 1984.
- WRIGHT, P., KROLL, M., LADO, A., & VAN NESS, B., The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 1, pp. 41-53, 2002.
- YIN, R.K., Case study methods, in Green, J.L., Camilli, G. and Elmore, P.B. (Eds), *Handbook of Complementary Methods in Education Research*, Lawrence Erlbaum Associates, 2006.
- YIN, R.K., *Case Study Research: Design and Methods*, 5th ed., Sage, Los Angeles, 2014.
- YIN, R.K., *Case study research: design and methods*. 2nd edition. Thousand Oaks, CA: Sage, 1994.
- ZANETTI L., *La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischio e prezzi*, Milano, Egea, 2000.
- ZARUTSKIE, R., The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, Vol. 25, No. 1, pp. 155-172, 2010.

La monografia offre una visione sistemica degli aspetti strutturali e di funzionamento della *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), inquadrata come fenomeno economico-aziendale, in accordo con la logica del *Value Based Management* in chiave *multi-shareholder*. Il lavoro propone un *framework* di analisi della SPAC costruito sulle basi dello schema analitico-interpretativo della catena del valore di Porter. A partire da questo modello, il contributo monografico elabora una visione della catena del valore riconfigurata coerentemente con la realtà investigata per individuare le fasi che caratterizzano il quadro operativo della SPAC. In relazione a tali fasi, la ricerca esplora il ruolo degli attori coinvolti, le risorse e le competenze distintive, nonché i fattori critici di successo, i rischi, le peculiarità degli aspetti valutativi e le principali fonti del valore. L'analisi descritta è realizzata alla luce delle prospettive della "*Resource-based view*" e della "*Agency theory*", capaci di motivare e inquadrare i comportamenti dei soggetti interessati. Il *framework* fondato sulla catena del valore è applicato per l'analisi del caso di studio Italy1 che mira a dare rilievo agli elementi chiave dei processi di creazione e gestione del valore lungo le fasi di vita delle SPAC.

**Francesca Bernini** è dottore di ricerca e professore associato in Economia aziendale, presso il Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Pisa. Docente di Economia aziendale e Valutazione e controllo delle strategie. È autrice di numerose pubblicazioni in campo nazionale e internazionale. Fa parte di vari gruppi di studio della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA), per i quali ha prodotto diverse ricerche e pubblicazioni, ha partecipato al gruppo dei referee istituzionali dei Principi Italiani di Valutazione (OIV) e al gruppo di lavoro multidisciplinare "Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali" (CNDCEC – SIDREA). Ha preso parte alle attività di vari gruppi di ricerca, anche di tipo interuniversitario. È coordinatrice del progetto di ricerca di Ateneo (Università di Pisa) dedicato a "Creazione di valore e strategie ESG: un approccio multidisciplinare" e partecipa alle attività del PNRR con riferimento al partenariato esteso "Future Artificial Intelligence Research – Human-centered AI".

**Andrea Dello Sbarba** è dottore di ricerca e ricercatore in Economia aziendale, presso il Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Pisa. È docente di Management and Fundamentals of Accounting e di Strategy and Entrepreneurship e autore di numerose pubblicazioni in campo nazionale e internazionale. È stato ed è attualmente membro di progetti di ricerca Horizon 2020, di progetti di rilevante interesse nazionale (PRIN) e progetti di ricerca di Ateneo (PRA-Università di Pisa). Partecipa alle attività del PNRR con riferimento alle attività del "Centro nazionale per la mobilità sostenibile". È valutatore esterno del comitato spin-off di Ateneo (Università di Pisa) e membro del Centro Interuniversitario di Ricerca e Servizi sulla Tecnologia e Ingegneria dei Veicoli" (UCAR), Università di Pisa e Università di Firenze.