

Giugno 2018

## Appunti sulle “*Special Purpose Acquisition Companies*” (“SPAC”)

*Andrea Sacco Ginevri e Giovanni Filippo Pezzulo, dipartimento società quotate e capital markets, Chiomenti*

### 1. Introduzione

Le “*Special Purpose Acquisition Companies*” (“SPAC”) sono veicoli societari costituiti da uno o più promotori in vista della quotazione (“IPO”) su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazioni (ad es. l’AIM Italia), con l’obiettivo di effettuare – successivamente alla raccolta di capitali mediante l’IPO della SPAC – un investimento (generalmente attraverso un’acquisizione di partecipazioni e/o una fusione) in una o più società operative già esistenti (“società *target*”).

### 2. Cenni sulle origini delle SPAC

Le SPAC traggono origine dalle “*blank check companies*”, società che iniziarono ad operare sul mercato statunitense all’inizio degli anni ottanta del secolo scorso e definite dalla *Securities and Exchange Commission* “*a development stage company that has no specific business plan, or purpose, or has indicated its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company, other entity, or person*”<sup>1</sup>.

Dopo un primo periodo in cui la regolamentazione delle *blank check companies* era semplificata rispetto a quella delle società quotate di maggiori dimensioni (le *blank check companies* emettevano le cc.dd. “*penny stock*” e operavano sul “*penny stock market*”), agli inizi degli anni novanta la SEC ha introdotto una disciplina più stringente sul collocamento dei titoli delle *blank check companies*<sup>2</sup> prevedendo l’applicazione del

---

<sup>1</sup> Cfr. CHIOMENTI–GRAFFI, *La “Special Purpose Acquisition Company”*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 445 ss.; SHACHMUROVE–VULANOVIC, *SPAC IPOs*, in CUMMING–JOHAN, *Oxford Handbook of IPOs*, 2017, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); MURRAY, *Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporation*, in *Review of Integrative Business and Economics Research*, 2017, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>2</sup> Cfr. JENKINSON–SOUSA, *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*, 2009, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

“Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act” del 1990 e della “Rule 419”<sup>3</sup> (da cui sono derivati i tratti caratteristici delle moderne SPAC).

### 3. Le peculiarità del modello societario “SPAC”

Come accennato, per “SPAC” si intendono società costituite ad opera di uno o più *sponsor*, i quali apportano i capitali iniziali<sup>4</sup> necessari per finanziare la gestione operativa e le spese correnti della SPAC fino alla sua quotazione.

Successivamente alla costituzione della SPAC, gli *sponsor* deliberano un aumento di capitale a servizio della quotazione della società, finalizzato a dotare quest’ultima delle risorse necessarie ad effettuare un investimento, entro un certo termine massimo (in genere nei successivi 18/24 mesi)<sup>5</sup>, in una società *target* non ancora individuata al momento dell’IPO<sup>6</sup>.

Lo “*special purpose*” della SPAC consiste, pertanto, nella ricerca e nella acquisizione di una società *target* non quotata - che presenti significative prospettive di crescita - la cui individuazione è demandata ai promotori della SPAC: Questi ultimi sono tipicamente soggetti dotati di riconosciute capacità imprenditoriali e gestionali nonché capacità di *scouting* nel settore<sup>7</sup> in grado di vantare un esteso *network* di contatti oppure professionisti con un solido *track record* in M&A e *private equity*.

Ipromotori di una SPAC “*non ricev[ono] un compenso predeterminato per l’operato prestato, né – diversamente dai gestori di un fondo di private equity – una commissione in misura fissa calcolata sulla massa del capitale gestito (c.d. management fee)*”<sup>8</sup> ma sono remunerati solo al momento della *business combination* attraverso *warrant* di sottoscrizione di azioni ordinarie a condizioni particolarmente vantaggiose, o azioni speciali, con rapporti di conversione premianti<sup>9</sup>. Se l’operazione non viene realizzata

<sup>3</sup> La *Rule 419* già imponeva, tra l’altro, un termine massimo per la realizzazione dell’investimento (diciotto o ventiquattro mesi), limiti rigidi all’utilizzo della liquidità da parte dei promotori, il requisito dell’approvazione assembleare dell’investimento con maggioranze particolarmente qualificate (ad es. 80% del capitale sociale), la facoltà di recesso in caso di mancata autorizzazione. *Amplius* MURRAY, cit., p. 8 ss.

<sup>4</sup> Prendendo come riferimento le SPAC quotate in Italia, tali capitali iniziali si aggirano intorno al 3-4% dei capitali complessivi raccolti mediante la successiva IPO.

<sup>5</sup> È il caso, ad esempio, della SPAC Space S.p.A., quotata sul MIV (cfr. l’art. 4 dello statuto); diversamente, lo statuto della SPAC SPAXS S.p.A. – recentemente quotata sull’AIM Italia – prevede un termine per l’effettuazione dell’operazione rilevante pari a 18 mesi (cfr. l’art. 4 dello statuto).

<sup>6</sup> Cfr. DONATIVI-CORIGLIANO, *Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano*, in *Società*, 2010, p. 17.

<sup>7</sup> Cfr. BARCELLONA, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA*. Investment companies, family offices, club deals, SPAC, holding companies, Milano, 2018, p. 51 ss.

<sup>8</sup> Così CHIOMENTI-GRAFFI, cit., p. 456.

<sup>9</sup> Le azioni speciali di titolarità dei promotori dell’operazione potrebbero avere le seguenti caratteristiche: (i) sono prive del diritto di voto nell’assemblea ordinaria e straordinaria; (ii) non sono ammesse alle negoziazioni e sono intrasferibili fino alla data di efficacia della *business combination* e, comunque, per tutto il periodo di durata della società e, in ogni caso, per un periodo massimo di 5 anni; (iii) sono convertibili in azioni ordinarie, ai termini e alle condizioni previste dallo statuto della società; (iv) sono

entro il termine previsto, i promotori non ricevono compensi e il capitale versato è restituito *pro quota* fra i soci.

Una volta che i promotori abbiano individuato una società *target* che presenti le caratteristiche indicate nella “politica di investimento” adottata dalla SPAC<sup>10</sup>, essi sottopongono l’operazione all’approvazione dell’assemblea dei soci<sup>11</sup> con piena *disclosure* delle caratteristiche della società *target*, ivi incluse le informazioni relative al *business* di quest’ultima e allo specifico settore in cui essa opera. Ciò consente agli investitori di controllare le modalità con cui il denaro investito viene utilizzato dai *manager* della SPAC, mitigando in tal modo uno dei principali rischi insiti nell’investimento, e segnatamente “*l’impossibilità per un potenziale investitore di fare affidamento sui rendimenti passati della società*” (*track record*)<sup>12</sup>.

In assemblea gli azionisti della SPAC possono votare a favore o contro il perfezionamento della *business combination*, con la precisazione che a coloro che non abbiano concorso all’adozione della decisione spetterà il diritto di recesso *ex artt.* 2437 e ss. cod. civ.

Solitamente, l’assemblea dei soci di una SPAC delibera sulle materie ad essa riservate con le maggioranze previste dalla legge a seconda che essa sia o meno qualificabile come *società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio* ai sensi dell’art. 2325-*bis* cod. civ.<sup>13</sup>, fermo restando che è comune che gli statuti condizionino l’efficacia delle delibere

---

escluse dal diritto di percepire gli utili di cui la società deliberi la distribuzione fino al trentaseiesimo mese successivo alla data di efficacia dell’operazione rilevante, mentre attribuiscono ai loro titolari il diritto alla distribuzione di riserve disponibili; (v) in caso di scioglimento della società, attribuiscono ai loro titolari il diritto a veder liquidata la propria quota di patrimonio netto di liquidazione in via postergata rispetto ai titolari delle azioni ordinarie.

<sup>10</sup> A titolo di esempio si v. la “politica di investimento” della SPAC denominata Gabelli Value for Italy S.p.A., recentemente quotata sull’AIM Italia, ove si legge *inter alia* che “*L’attività di investimento della Società sarà principalmente rivolta a società italiane non quotate di piccole-medie dimensioni, con equity value indicativamente compreso tra circa Euro 100 milioni ed Euro 400 milioni, con l’obiettivo strategico di supportarne lo sviluppo a livello internazionale (e specialmente negli Stati Uniti d’America). In particolare tale attività sarà focalizzata, e non limitata, su società dotate delle seguenti caratteristiche: società già presenti negli Stati Uniti d’America con necessità di espansione; società con presenza rilevante in Italia e/o Europa, con esigenze e/o opportunità di espansione negli Stati Uniti d’America attraverso operazioni di joint ventures e/o di M&A; società con un business consolidato in Italia o a livello internazionale che risulti adatto per una fusione con un operatore statunitense. In particolare, a titolo esemplificativo e non esaustivo, l’attività di investimento si focalizzerà su aziende operanti nell’intera catena del valore in settori che costituiscono eccellenze italiane, quali, ad esempio: media, farmaceutico, moda, lusso e macchine industriali*”.

<sup>11</sup> Si v. l’ordine del giorno dell’assemblea di Space3 S.p.A., convocata in sede ordinaria e straordinaria in data 27 luglio 2017, per deliberare, tra l’altro, “*in sede ordinaria, autorizzazione del Consiglio di Amministrazione all’esecuzione dell’operazione di integrazione societaria tra Space3 S.p.A. e Aquafil S.p.A. quale Operazione Rilevante*”, e “*in sede straordinaria, approvazione del progetto di fusione per incorporazione di Aquafil S.p.A. in Space3 S.p.A.*”.

<sup>12</sup> In questi termini CHIOMENTI–GRAFFI, cit., p. 456.

<sup>13</sup> Rivestiranno tale qualifica, per definizione, le SPAC quotate sul segmento MIV di Borsa Italiana. Diversamente, per le SPAC quotate sull’AIM – che non è un mercato regolamentato ma un sistema multilaterale di negoziazione (v. più dettagliatamente *infra*) – occorrerà verificare caso per caso se la SPAC

funzionali alla realizzazione della *business combination* al mancato esercizio del diritto di recesso e del rimborso in misura superiore a una soglia predeterminata<sup>14</sup>.

L'investimento nella società *target* potrà essere realizzato secondo diverse modalità, sebbene la prassi di mercato abbia evidenziato che solitamente la società *target* viene incorporata dalla SPAC, con il risultato che la società acquisita – che prima era una società “chiusa” – consegue automaticamente lo *status* di società quotata<sup>15</sup>; è tuttavia possibile che la società *target* incorpori la SPAC, con la conseguenza che i soci della SPAC riceveranno in concambio azioni della società *target* (la quale, nel frattempo, avrà avviato e completato il processo di quotazione in modo tale che, al momento dell'efficacia della fusione, i soci della SPAC possano ricevere azioni quotate della *target* senza soluzione di continuità)<sup>16</sup>. Potrebbe altresì avvenire che la SPAC si limiti ad acquistare una partecipazione sociale nella società bersaglio senza procedere alla ulteriore integrazione societaria; di talché la SPAC assume la natura di *holding* di partecipazioni.

Come detto, può accadere che alla scadenza del termine di durata della società<sup>17</sup> non sia stato possibile addivenire al perfezionamento della *business combination*: in tal caso, la SPAC è messa in liquidazione.

---

sia un emittente con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi del combinato disposto dell'art. 2325-*bis* cod. civ. e dell'art. 2-*bis* del Regolamento emittenti Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.

<sup>14</sup> Si v., ad es., l'art. 15.4 di Life Care Capital S.p.A., ai sensi del quale “La deliberazione dell'Assemblea che approvi la modificazione dell'oggetto sociale in relazione al perfezionamento dell'Operazione Rilevante è risolutivamente condizionata all'avveramento di entrambe le seguenti condizioni: (a) l'esercizio del diritto di recesso, da parte di tanti soci che rappresentino almeno il 30% (trentapercento) del capitale sociale ordinario, ove gli stessi non abbiano concorso all'approvazione della suddetta modifica dell'oggetto sociale necessaria per dar corso all'Operazione Rilevante e (b) che il completamento del procedimento di liquidazione di tali soci recedenti ai sensi dell'articolo 2437-*quater* del Codice Civile richieda il rimborso o annullamento da parte della Società di un numero di azioni pari o superiore al 30% (trentapercento) del numero delle azioni ordinarie della Società, rappresentanti il capitale ordinario. Resta quindi inteso che ove il diritto di recesso fosse stato esercitato da parte di tanti soci che rappresentino più del 30% (trentapercento) del capitale ordinario ma, ad esito dell'offerta in opzione e/o del collocamento presso terzi delle azioni dei recedenti ai sensi dell'art. 2437-*quater* c.c., la Società debba rimborsare o annullare un numero di azioni ordinarie rappresentative di meno del 30% (trentapercento) del capitale sociale ordinario, le condizioni risolutive si considereranno non avverate”.

<sup>15</sup> Ciò è accaduto, ad es., in occasione della fusione per incorporazione – divenuta efficace in data 1° giugno 2015 – di Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S.p.A. nella SPAC denominata Space S.p.A.

<sup>16</sup> Si v., ad es., la fusione per incorporazione di Capital For Progress 1 S.p.A. in GPI S.p.A. e di Industrial Stars of Italy 2 in SIT S.p.A.

<sup>17</sup> In via esemplificativa, si riporta di seguito l'art. 4 dello Statuto della società Life Care Capital S.p.A., ai sensi del quale “La durata della Società è fissata sino alla prima nel tempo tra le seguenti date: (i) il 31 dicembre 2020 e (ii) il termine del 24° (ventiquattresimo) mese di calendario successivo alla Quotazione, fermo restando che qualora alla predetta data sia stato sottoscritto un accordo per la realizzazione dell'Operazione Rilevante che sia oggetto di comunicazione al mercato ai sensi della normativa applicabile, la durata della Società si intenderà automaticamente prorogata, fino allo scadere del 6° (sesto) mese di calendario successivo alla stessa data. In caso di proroga automatica della durata della Società,

#### 4. La disciplina italiana

Le SPAC sono espressamente disciplinate dal Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (il “Regolamento Mercati”<sup>18</sup>), ove vengono ricondotte al novero delle “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 di quelle società “la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità...”<sup>19</sup>, le cui azioni sono negoziate sul segmento professionale del mercato “MIV” (“Mercato telematico degli investment vehicles”) riservato a investitori professionali<sup>20</sup>.

Si rammenta che – con particolare riferimento ai requisiti di ammissione delle azioni delle società sul Segmento Professionale del Mercato MIV – il Regolamento Mercati prevede espressamente che (i) “Lo statuto prevede [...] una durata della società non superiore a 36 mesi per fare uno o più investimenti significativi, con possibilità di proroga solo ove sia dimostrata l’esistenza di concrete trattative in corso per raggiungere un livello significativo di investimento”, e (ii) “Gli investimenti si considerano significativi se rappresentano complessivamente più del 50% degli attivi della società”<sup>21</sup>.

Inoltre, per quanto concerne i requisiti delle azioni di tali società ai fini dell’ammissione alle negoziazioni sul MIV, il Regolamento Mercati dispone che queste debbano avere (i) “capitalizzazione di mercato prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro”, con la precisazione che Borsa Italiana può ammettere azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente, e (ii) “sufficiente diffusione, che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite presso gli investitori

---

sarà cura di ciascun amministratore dare comunicazione al competente Registro delle Imprese dell’estensione della durata della Società”.

<sup>18</sup> Si fa riferimento al Regolamento Mercati vigente a fare data dal 25 giugno 2018.

<sup>19</sup> Trattasi sostanzialmente della definizione di “SIV”, contenuta nelle versioni previgenti del Regolamento Mercati (fino al 25 giugno 2018).

<sup>20</sup> Il Regolamento Mercati definisce il “MIV” come “il comparto di mercato in cui si negoziano azioni o quote di FIA chiusi e ELTIF o strumenti finanziari negoziati nel Segmento Professionale del Mercato MIV”, mentre definisce il “Segmento Professionale del mercato MIV” come “il segmento del mercato MIV nel quale sono negoziati FIA chiusi riservati, 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, le società derivanti da operazioni di acquisizioni perfezionate da queste ultime società nonché le Investment Companies di cui al Titolo 2.8 del Regolamento, trasferite ai sensi dell’articolo 2.8.3, del Regolamento; indica inoltre quelle società, diverse dai FIA, la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità, per le quali è fornito un parere legale che non configurino FIA e ELTIF”, precisando che “tale segmento è accessibile solo a investitori professionali” [cfr. art. 1.3 del Regolamento Mercati].

<sup>21</sup> Cfr. l’art. 2.2.37 del Regolamento Mercati.

*professionali per almeno il 35% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza*<sup>22</sup>.

Fermo quanto precede, le quotazioni di SPAC possono avvenire, oltre che sul MIV anche sull'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale<sup>23</sup>, in cui sono qualificate come “*società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico*”<sup>24</sup> e incluse nella categoria delle “*società di investimento*”<sup>25</sup>.

La disciplina recata dal Regolamento AIM in materia di SPAC è stata recentemente modificata (a fare data dal 3 gennaio 2018), e prevede, per un verso, che “*l'emittente ai fini dell'ammissione, deve raccogliere un minimo di 30 milioni di Euro in denaro tramite un collocamento che si concluda alla data di ammissione ovvero in prossimità dell'ammissione stessa*”<sup>26</sup> e, per altro verso, introducendo taluni criteri che i promotori di una SPAC sono tenuti a soddisfare ai fini dell'ammissione alle negoziazioni delle azioni sull'AIM<sup>27</sup>.

Più specificatamente, in merito a quest'ultimo punto, il Regolamento AIM prevede oggi che “*Limitatamente alle società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico, i promotori devono essere persone (fisiche o giuridiche) dotate di comprovata esperienza e/o aver ricoperto posizioni apicali in materia di (i) operazioni sul mercato primario dei capitali; (ii) operazioni di private equity; (iii) gestione di aziende di medie dimensioni; (iv) settore dell'investment banking*”<sup>28</sup>.

---

<sup>22</sup> Cfr. l'art. 2.2.39 del Regolamento Mercati, ove – con riferimento al computo della percentuale di diffusione richiesta al punto *sub* (ii) – è altresì specificato che (a) “*non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità delle azioni (lock-up) di durata superiore ai 6 mesi; (b) “non si tiene conto delle partecipazioni azionarie superiori al 3%, salvo che Borsa Italiana, su istanza motivata dell'emittente, valutate la tipologia dell'investitore e le finalità del possesso, non accordi una deroga al riguardo”, e (c) salvo quanto previsto alla lettera a) che precede, “si tiene sempre conto di quelle possedute da organismi di investimento collettivo del risparmio, da fondi pensione e da enti previdenziali salvo che si tratti di partecipazioni azionarie superiori al 10%”.*

<sup>23</sup> Si noti che l'AIM Italia non è un “mercato regolamentato” ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1, comma 1, lett. *w-ter* del d.lgs. 58/1998 (“TUF”), ma un “sistema multilaterale di negoziazione” ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1, comma 5-*octies* del TUF.

<sup>24</sup> Cfr. l'avviso di Borsa Italiana n. 20406 del 3 novembre 2017.

<sup>25</sup> Il Regolamento Emittenti AIM Italia al 3 gennaio 2018 definisce una “società di investimento” come “*L'emittente AIM Italia ammesso alle negoziazioni prima della data di entrata in vigore delle disposizioni in tema di FIA [31 agosto 2015] che non ha richiesto la relativa autorizzazione o una società costituita con lo scopo di acquisizione di un business specifico*”.

<sup>26</sup> Cfr. l'art. 8 del Regolamento AIM. Si noti che, prima della novella, il requisito minimo di raccolta era pari a 3 milioni.

<sup>27</sup> Si legge nell'avviso di Borsa Italiana n. 20406 del 3 novembre 2017, cit., che “*Al fine di assicurare che i promotori di società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico (“SPAC”) siano soggetti dotati di un elevato livello di professionalità ed esperienza specifica, si introducono alcuni criteri che tali soggetti sono tenuti a soddisfare ai fini dell'ammissione alle negoziazioni delle SPAC*”.

<sup>28</sup> Cfr. l'art. 8 del Regolamento AIM.

Proseguendo con la ricognizione delle principali previsioni in materia di SPAC, si segnala altresì che il Regolamento AIM prevede che una società di investimento (i) “*deve definire e perseguire una politica di investimento*”; (ii) “*deve ottenere la preventiva approvazione degli azionisti convocati in assemblea per qualsiasi cambiamento rilevante alla propria politica di investimento*”; (iii) “*qualora [...] non abbia dato sostanziale attuazione alla propria politica d’investimento entro 24 mesi dall’ammissione, la società dovrà ottenere l’approvazione dagli azionisti alla prima assemblea utile e, in seguito, ogni anno, fino a quando non vi abbia dato sostanziale attuazione*”<sup>29</sup>.

In aggiunta a quanto precede, merita di essere richiamata la previsione di cui all’art. 14 del Regolamento AIM che definisce il “*reverse take-over*” in termini di “*una o più acquisizioni nell’arco di 12 mesi che per l’emittente AIM Italia: (i) risultino superiori al 100% in uno qualunque degli indici di rilevanza; o (ii) determinino un cambiamento sostanziale nel business dell’emittente, nel consiglio di amministrazione o un cambiamento nel controllo; o (iii) nel caso di una società di investimento, si discostino significativamente dalla politica di investimento (come descritta nel documento di ammissione o approvata dagli azionisti in conformità al presente Regolamento)*”. È poi disposto che qualunque accordo che possa condurre ad un *reverse take-over* debba essere (a) condizionato all’approvazione degli azionisti convocati in assemblea; (b) comunicato senza indugio, fornendo le informazioni specificate nel Regolamento AIM e, qualora il *reverse take-over* venga concluso con parti correlate, le informazioni aggiuntive previste dal Regolamento Consob in materia di OPC adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, nonché (c) accompagnato dalla pubblicazione di un documento informativo relativo all’entità allargata risultante dall’operazione e da un avviso di convocazione assembleare da pubblicarsi almeno quindici giorni prima di quello fissato per l’assemblea.

Pertanto, ogni qualvolta una SPAC quotata sull’AIM Italia intenda effettuare la *business combination* con una società *target* e uno o più degli indici di rilevanza ai fini della disciplina del cd. “*reverse take-over*” siano superati, in tale caso - in occasione dell’assemblea che sarà chiamata ad approvare o meno l’investimento della SPAC nella società *target* - la SPAC dovrà mettere a disposizione dei propri azionisti il documento informativo per “*reverse take-over*”, contenente le informazioni relative alla SPAC e alla società *target* (per quanto riguarda l’attività, eventuali fattori di rischio, il *management*, i dati finanziari recenti, ecc.).

La decisione di quotare una SPAC sul mercato regolamentato MIV piuttosto che sul mercato non regolamentato AIM Italia dipende essenzialmente dalle dimensioni nonché dalle differenti peculiarità del veicolo, fermo restando che la quotazione sull’AIM Italia è stata finora la soluzione prescelta dalla maggior parte degli operatori<sup>30</sup>, stante la maggior semplicità di accesso in termini di costi e tempi.

<sup>29</sup> Cfr. l’art. 8 del Regolamento AIM.

<sup>30</sup> Delle 27 SPAC oggi quotate in Italia, n. 22 sono quotate sull’AIM Italia, mentre n. 5 sono quotate sul mercato regolamentato MIV.

A tale ultimo proposito, basti pensare alle differenze riscontrabili tra il MIV e l'AIM Italia con riferimento, tra l'altro, alla documentazione che l'emittente è tenuto a mettere a disposizione degli investitori al momento dell'IPO. Per un verso, infatti, le SPAC quotate sul MIV sono tenute a predisporre un prospetto redatto – ai sensi dell'art. 94 TUF – “*in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia*” (i.e. il Regolamento 809/2004/CE, c.d. “Regolamento Prospetto”) e sottoposto all'approvazione della Consob. Diversamente, il Regolamento AIM prevede che, ai fini dell'ammissione alle negoziazioni, l'emittente debba predisporre un “documento di ammissione” contenente un *set* informativo, il cui contenuto, seppur riconducibile a quello del prospetto (stante il richiamo che il Regolamento AIM fa al Regolamento Prospetto ai fini della redazione del Documento di Ammissione), non è sottoposto all'attività istruttoria della Consob.

## 5. Sintesi dei dati empirici relativi alla diffusione delle SPAC in Italia

Dal 2011 – anno in cui una SPAC è stata per la prima volta quotata sul segmento MIV di Borsa Italiana<sup>31</sup> – sono state portate in quotazione sul mercato italiano 27 SPAC, di cui 7 sono approdate sul mercato durante l'anno in corso.

In totale le SPAC hanno raccolto circa 3,7 miliardi di euro e circa 1 miliardo di euro investiti in società *target*, nonché ulteriori 300 milioni potenzialmente allocati in alcune *business combination* già annunciate<sup>32</sup>.

In particolare, delle 27 SPAC quotate: 11 hanno già concluso una *business combination*; 4 hanno annunciato una *business combination*; 12 sono attualmente alla ricerca di realtà eccellenti di medie dimensioni da accompagnare in un progetto di sviluppo attraverso la quotazione in Borsa.

Inoltre, si registra la recente tendenza dei promotori di SPAC di portare in quotazione veicoli destinati ad operare in settori di *business* che, fino ad ora, erano stati generalmente esclusi dalle politiche di investimento: è il caso, ad esempio, della SPAC denominata Spaxs S.p.A., avente come obiettivo la creazione di un operatore italiano nel settore bancario e/o finanziario che sia attivo su tre mercati: (i) servizi bancari e/o finanziari nei confronti della clientela imprese soprattutto *Mid Corporate*; (ii) *non-performing loans*, e (iii) *Retail Digital bank*<sup>33</sup>. Ancora, si pensi ad Archimede S.p.A., prima SPAC destinata ad operare nel settore assicurativo, quotata sull'AIM Italia dopo aver raccolto circa 47 milioni di Euro<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Si tratta della SPAC di diritto lussemburghese denominata Italy1 Investments.

<sup>32</sup> I dati sono tratti dal “*Report SPAC*” di BeBeez (marzo 2018), disponibile su [www.beeez.it](http://www.beeez.it), e integrati dagli autori con riferimento ai mesi di aprile e maggio 2018.

<sup>33</sup> Spaxs S.p.A. è stata ammessa alle negoziazioni su AIM Italia in data 30 gennaio 2018.

<sup>34</sup> Archimede S.p.A. è stata ammessa alle negoziazioni su AIM Italia in data 17 maggio 2018. La politica di investimento della società prevede, tra l'altro, che “*L'attività di investimento di Archimede sarà finalizzata a realizzare la piattaforma per una crescita rilevante e progressiva, mediante il conseguimento*”



## 6. Alcune considerazioni conclusive

Il successo riscontrato dalla SPAC nei mercati italiani è riconducibile all'*appeal* che tale modello ha registrato presso gli investitori e presso gli imprenditori/*target*.

Con riferimento agli investitori, le caratteristiche della SPAC che hanno reso tale forma di investimento particolarmente apprezzata sono principalmente le seguenti: (i) l'investimento presenta un profilo di rischio relativamente contenuto, in quanto, in caso di insuccesso dell'iniziativa programmata, gli investitori ottengono il rimborso dell'investimento iniziale (con una remunerazione minima rappresentata dagli investimenti effettuati a valere sull'*escrow account* presso cui la SPAC aveva depositato i capitali raccolti in fase di IPO); (ii) ciascun investitore (in qualità di azionista della SPAC) potrà recedere dalla SPAC a seguito dell'assemblea convocata per la *business combination* (ricevendo indietro, anche in tal caso, il capitale investito con i proventi maturati); e (iii) la valutazione e acquisizione della società *target* è solitamente effettuata "a sconto" rispetto ai valori di mercato, e perciò gli investitori di SPAC – subito dopo la *business combination* con la società *target* – potrebbero beneficiare immediatamente di un potenziale apprezzamento delle azioni quotate della società *target*.

Nella prospettiva dell'imprenditore titolare della società *target*, la SPAC presenta il vantaggio di (a) accelerare il processo di quotazione della società *target* medesima e al contempo (b) mitigare il rischio che, al momento della fissazione del prezzo di offerta per l'IPO (della società *target*), le condizioni dei mercati (in termini di valorizzazione, volatilità, ecc.) non consentano un apprezzamento sufficiente del titolo portato in quotazione. Diversamente, ricorrendo allo schema della SPAC, la valorizzazione della società *target* (in termini di rapporti di concambio, ecc.) viene stabilita in maniera autonoma dalle parti indipendentemente dalle condizioni dei mercati (evitando il meccanismo del *bookbuilding*).

Tali elementi hanno reso la SPAC una delle forme più apprezzate di investimento nelle attuali condizioni di mercato, che si pongono in concorrenza con quelle più tradizionali.

---

*del consolidamento/integrazione di business complementari e/o lo sviluppo di un operatore italiano indipendente, specializzato e "multi-segmento" nel settore assicurativo che sia attivo principalmente: (a) nel business della protezione di cose e persone, con particolare riferimento alla assicurazione della cessione del quinto dello stipendio; (b) nella bancassicurazione danni, ossia offerta di prodotti assicurativi dei rami danni tramite gli sportelli di banche commerciali e (c) nel brokeraggio, con particolare riferimento ai broker digitali e ai broker wholesale, sempre nell'ambito di prodotti protezione dedicati alla linea persone".*