

Specializzate e veloci: ecco i segreti del successo delle Spac italiane in Borsa

di Francesco Baldi, Alessandro Zattoni*

Creata negli Stati Uniti nel 2003, la SPAC è un veicolo di investimento costituito da un team di promotori al fine di raccogliere capitali sul mercato attraverso le quotazioni in Borsa. Il fenomeno delle SPAC in Europa ha registrato un trend crescente, fino a raggiungere il culmine nel 2018; le SPAC italiane raccolgono in media capitali maggiori rispetto a quelle attive nel resto dei mercati europei, sono più veloci a quotarsi e garantiscono in media un underpricing pressoché nullo ai loro investitori. Si tratta dunque di uno strumento oramai consolidato che sta attirando un grande interesse da parte degli investitori e degli azionisti delle aziende target.

Le SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) sono veicoli societari contenenti esclusivamente cassa, costituiti su iniziativa dei soci fondatori (cosiddetti promotori o *sponsor*) per reperire risorse finanziarie mediante una quotazione sui mercati azionari regolamentati (*Initial Public Offering*, IPO) (Conca, 2021). I capitali raccolti con l'IPO sono funzionali a selezionare e acquisire, in un orizzonte temporale di 18/24 mesi, un'azienda operativa (target), non nota a priori, con la quale dare luogo a una fusione (o *business combination*) (Carloti, 2012; Conca, 2017). Con l'operazione di fusione, tipicamente in forma inversa, l'azienda target può ritrovarsi, in via indiretta, quotata in Borsa. Le SPAC costituiscono quindi un'alternativa al processo di IPO. Peraltro, esse consentono una quotazione più

* **Francesco Baldi** è Professore Associato di Finanza Aziendale presso l'Università degli Studi di Torino e Docente di Finanza presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma.

Alessandro Zattoni è Professore Ordinario di Strategia e Corporate Governance e Direttore del Dipartimento di Impresa e Management dell'Università LUISS Guido Carli.



rapida e meno costosa poiché evitano di rispettare tutte le procedure di ammissione.

Le SPAC sono nate negli Stati Uniti nel 2003. Il ricorso a questo strumento è cresciuto esponenzialmente negli ultimi anni. Il fenomeno delle SPAC nel mercato finanziario statunitense (NASDAQ e NYSE) è non solo longevo, ma anche dimensionalmente significativo. Dal 2005 all'aprile 2023 sono state quotate ben 500 SPAC con una raccolta di *equity capital* aggregato pari a 84,7 miliardi di dollari. Solo nel 2022 negli USA sono state quotate 78 SPAC per una raccolta complessiva pari a 12,5 miliardi di dollari. In Europa, tra il 2016 e il 2022, sono state completate le procedure di quotazione di 77 SPAC, con una raccolta complessiva di 11,5 miliardi di euro (fonte: Factset). Il primo mercato europeo è rappresentato dalla Borsa Italiana che, dal 2011 al 2021, ha registrato 31 quotazioni sull'Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) per una raccolta complessiva pari a circa 4 miliardi di euro. La prima SPAC italiana creata, Italy 1 Investments, è stata costituita e si è quotata in Lussemburgo nel 2011. Nello stesso anno, Made in Italy 1 è stata la prima SPAC che si è costituita e quotata sul mercato AIM Italia (ora Euronext Growth Milan).

Un fenomeno così importante ha attirato l'attenzione della ricerca accademica internazionale che negli ultimi anni ha evidenziato la ciclicità delle quotazioni mediante SPAC (Blomkvist e Vulcanovic, 2020), la scarsa qualità dei processi di financial reporting post-fusione (Kim, Park, Perterson e Ryan, 2022), l'ottimismo dei piani industriali delle società target (Blankespoor, Hendricks, Miller e Stockbridge, 2022). Inoltre, precedenti studi hanno sottolineato che le aziende che si quotano mediante una SPAC hanno minori opportunità di crescita, un più elevato rapporto di leva finanziaria e dimensioni più ridotte rispetto a imprese simili che scelgono il tradizionale IPO (Kolb e Tykova, 2016). Infine, l'evidenza empirica suggerisce che i renadimenti di mercato successivi agli annunci di fusione tra SPAC e target sono positivi nel breve periodo e negativi nel lungo periodo (Dimitrova, 2017; Kiesel, Klingelhofer, Schiereck e Vismara, 2022).

Nel solco delle ricerche fin qui condotte, questo lavoro intende sia presentare le caratteristiche delle SPAC, sia individuare i fattori determinanti l'andamento del loro prezzo e rendimento. In particolare, intendiamo comprendere se una SPAC «generalista», finalizzata a ricercare un'azienda target in qualunque industria senza pre-indicare al mercato il settore o i settori di

riferimento, ha una performance migliore o peggiore di una SPAC «specialistica», orientata alla ricerca di una target operante in un ambito territoriale e/o merceologico specificato negli statuti o nei regolamenti aziendali (Ruozi, 2014).

A tale fine abbiamo raccolto i dati relativi a 69 SPAC a livello europeo nel periodo 2010-19. Successivamente, abbiamo svolto sia un'analisi descrittiva per comprendere le loro principali caratteristiche, sia un'analisi quantitativa (regressione) per comprendere le determinanti della loro performance.

IL FUNZIONAMENTO DELLA SPAC

Il ciclo vitale di una SPAC può essere suddiviso in quattro fasi principali: i) costituzione del veicolo da parte dei promotori, ii) ingresso della SPAC nel mercato azionario mediante IPO, iii) ricerca e selezione dell'azienda target, iv) approvazione della business combination da parte degli azionisti. La durata di una SPAC è tipicamente pari a diciotto mesi, più un eventuale «periodo di grazia» (*grace period*) di ulteriori sei mesi, entro i quali deve realizzarsi l'acquisizione. A scadenza, in mancanza di approvazione della business combination, si procede con la liquidazione dell'attivo e la restituzione del capitale agli azionisti.

Il successo di una SPAC è legato alla necessità di soddisfare contemporaneamente le esigenze di quattro categorie di stakeholder: investitori, promotori, azionisti dell'azienda target, *underwriter*. Gli investitori hanno l'obiettivo di valorizzare l'azienda acquisita al fine di rivenderla realizzando una

plusvalenza. I promotori desiderano ricevere un'adeguata remunerazione basata sull'incremento di valore del pacchetto azionario ricevuto in sede di IPO (tipicamente il 20 per cento) e delle azioni speciali senza diritto di voto, non trasferibili e convertibili in ordinarie post-acquisizione (*sponsor equity*), nonché sull'esercizio dei *warrant* assegnati all'inizio dell'operazione con un forte sconto. Gli azionisti della target desiderano conseguire i benefici della quotazione (diversificazione delle fonti di finanziamento, miglioramento dello *standing* creditizio, *disclosure* verso l'ambiente esterno), evitandone i principali costi (compenso per l'attività di raccolta ordini e garanzia dell'offerta da parte dell'*underwriter/bookrunner*, costi di marketing relativi a promozione e *road show*), riducendone i tempi e semplificando le procedure di ammissione alla negoziazione (Conca, 2021; Dallochio, Lucchini e Pirrone, 2021). Inoltre, l'offerta di acquisto da parte di una



SPAC rappresenta per gli azionisti della società target una preziosa opportunità di *exit*, soprattutto quando manchi all'orizzonte uno *strategic buyer* (Berger, 2008). L'attività di scrupolosa selezione dei promotori e di approvazione degli investitori elimina di fatto il rischio di presentare società non gradite al mercato. La quotazione, di fatto, avviene a un prezzo predefinito e non è il risultato della raccolta degli ordini degli investitori con il *bookbuilding*. Infine, gli *underwriter/bookrunner* forniscono ai promotori l'assistenza necessaria per l'ingresso della SPAC nel mercato, raccogliendo gli ordini degli investitori e allocando loro le azioni in cambio di una *fee*. Il successo dell'IPO dipende anche dall'esperienza e reputazione dell'*underwriter*.

Le SPAC sono tuttavia anche caratterizzate da un potenziale conflitto di interessi a causa dei perversi meccanismi di incentivazione economica che «obbligano» i promotori e l'*underwriter* a completare l'acquisizione di un'azienda (Dimitrova, 2017). Infatti, allorché non si arrivi all'identificazione di un'azienda target e alla sua fusione con la SPAC, le azioni e i *warrant* dei promotori perdono il loro valore e l'azienda va in liquidazione. Per scongiurare questo rischio, i promotori sono incentivati a completare una *business combination* entro il tempo concesso, indipendentemente dalla qualità dell'azienda individuata. Inoltre, poiché il pagamento di parte dell'*underwriting fee* è collegato all'effettivo completamento della *business combination*, anche i sottoscrittori sono incentivati a realizzare l'operazione di acquisizione. Di conseguenza, gli interessi di questi due soggetti possono essere disallineati da quelli degli investitori.

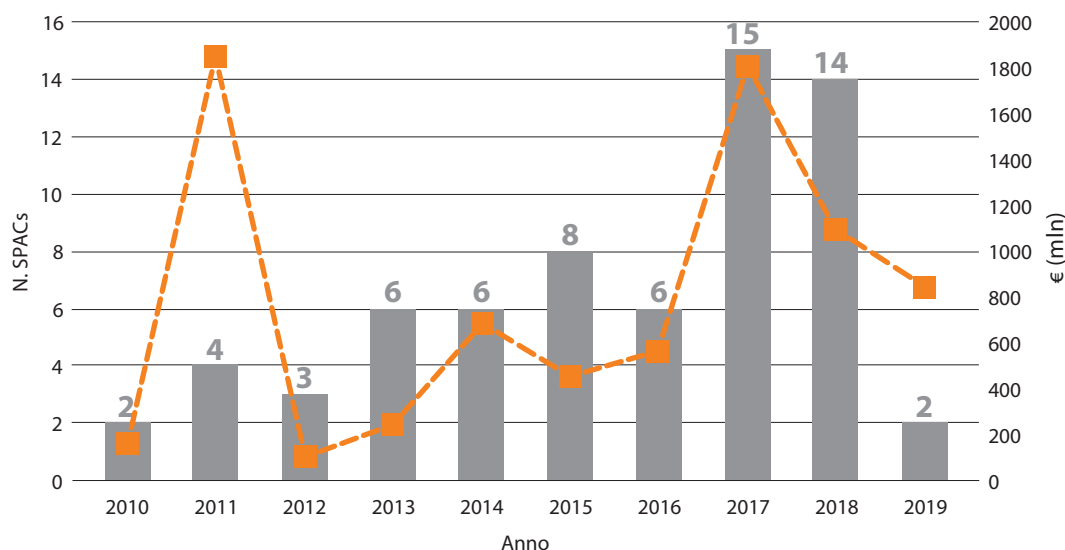
L'ANALISI DEL CAMPIONE: LE SPAC EUROPEE

Abbiamo raccolto dati relativi a un campione composto da 69 SPAC quotate sui principali mercati azionari europei nel periodo 2010 – 2019. Esso rappresenta il 90 per cento del totale delle SPAC finora completate in Europa (fonti: Bloomberg, BeBeez). L'orizzonte temporale ricomprende le prime quotazioni di SPAC avvenute in Europa ed esclude gli anni successivi al 2019 caratterizzati dalla crisi legata alla pandemia da Covid-19.

I dati raccolti mostrano come il fenomeno delle SPAC in Europa abbia registrato un trend crescente con picchi nel 2017 e 2018 sia per il numero, sia per l'importo raccolto (si veda la Figura 1). Inoltre, il campione comprende 69 SPAC – di cui 33 quotate in UK, 26 in Italia e 10 nel resto d'Europa (Francia e Paesi Bassi) (Figura 2) – che hanno raccolto complessivamente 8 miliardi di euro da investire in acquisizioni di aziende con elevato potenziale di crescita. La raccolta maggiore è stata realizzata dalle SPAC quotate in Italia con un controvalore di circa 3,7 miliardi di euro, seguite da quelle britanniche con un capitale raccolto pari a 3,3 miliardi di euro. Il resto delle SPAC completate in Europa registra un ammontare di sottoscrizioni pari a poco meno di 1 miliardo (983 milioni di euro).

I dati raccolti confermano che, a partire dal 2010, il mercato italiano delle SPAC ha prima raggiunto quello britannico sia nei numeri sia nei volumi e, negli anni precedenti il Covid, lo ha addirittura superato (si veda la Figura 2). Solo nel 2017 e 2018 in Italia sono state portate a termine quindici operazioni destinate ad

FIGURA 1 | DISTRIBUZIONE TEMPORALE DELLE SPAC (2010-2019)



apportare capitale per 2,7 miliardi a Pmi con elevato potenziale di crescita.

La Tabella 1 riporta le evidenze più importanti che emergono dall'analisi descrittiva del campione. Quest'ultima rivela che le SPAC generaliste e quelle specialiste sono equamente distribuite nel campione. Le SPAC specialiste sono le più importanti in Italia (14), mentre in Europa prevalgono quelle generaliste (23). Le SPAC specialiste raccolgono più capitali

(169,5 milioni di euro in media) rispetto a quelle generaliste (66,6 milioni in media) e impiegano meno tempo per entrare nel mercato (17,4 giorni per le SPAC specialiste contro i 23,3 giorni per le SPAC generaliste). L'*underpricing* medio delle SPAC generaliste è più del doppio di quello conseguito dalle SPAC specialiste¹.

In merito alle caratteristiche delle SPAC nei vari Paesi, si nota che le SPAC italiane raccolgono in media capitali maggiori rispetto a quelle attive nel resto dei

FIGURA 2 | EVOLUZIONE DELLA NUMEROSITÀ DELLE SPAC E DEI VOLUMI DI EQUITY RACCOLTI (2010-2019)

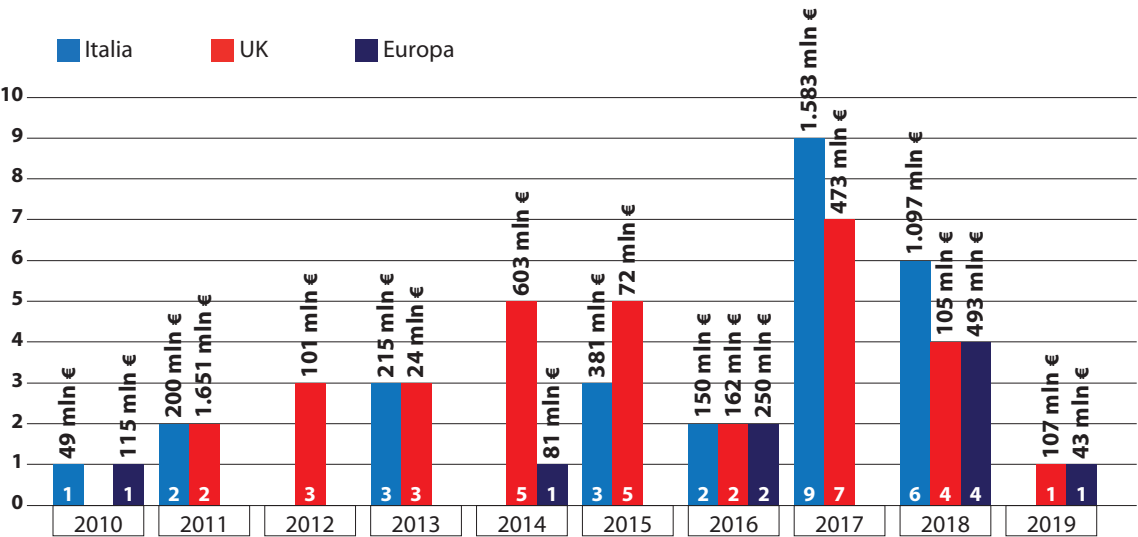


TABELLA 1 | ANALISI DESCRITTIVA DEL CAMPIONE

	SPAC Generalista	SPAC Specialista
Numero (%)	35 (50,7%)	34 (49,3%)
Distribuzione geografica	Italia (12) Resto Europa (23)	Italia (14) Resto Europa (20)
Capitale Raccolto Medio	€ 66,6 milioni	€ 169,5 milioni
Numero giorni tra annuncio IPO e negoziazione	23,3 giorni	17,4 giorni
Underpricing medio	3,7%	1,4%
	SPAC in Italia	SPAC in Europa
Numero (%)	26	43
Capitale Raccolto Medio	141,4 milioni	104,5 milioni
Numero giorni tra annuncio IPO e negoziazione	17,6 giorni	22,1 giorni
Underpricing medio	-0,3%	4,6%

mercati europei (141,4 milioni di euro in Italia rispetto ai 104,5 milioni nel resto d'Europa) e sono più veloci a quotarsi (17,6 giorni per le SPAC italiane rispetto a 22,1 giorni per le SPAC operanti nel resto dei Paesi europei). Infine, le SPAC italiane garantiscono in media un *underpricing* pressoché nullo ai loro investitori (- 0,3 per cento), mentre le SPAC quotate nel resto dei mercati europei registrano un *underpricing* medio positivo pari al 4,6 per cento.

Abbiamo quindi analizzato il campione per dare risposta alla seguente domanda: quali variabili determinano il rendimento delle SPAC? Gli studi finora condotti hanno evidenziato che la performance di una SPAC è influenzata positivamente dal *time to acquisition*, ovvero il tempo che occorre ai promotori per individuare l'azienda target e annunciarne l'acquisizione, dalla reputazione dell'*underwriter*, dalla competenza degli sponsor e dal loro coinvolgimento nella governance dell'azienda target nella fase post-acquisizione in qualità di CEO e/o presidente del consiglio di amministrazione. Riteniamo però che ulteriori fattori possano influenzare la performance di una SPAC. In particolare, riteniamo utile investigare se la scelta dei promotori di optare per una SPAC «generalista» o per una SPAC «specialistica» possa influenzare la creazione di valore dell'operazione.

A tale fine, abbiamo condotto un'analisi econometrica (basata sull'impiego di due modelli: regressione lineare multivariata e regressione logistica)² con la quale verifichiamo se esista una relazione tra la performance azionaria delle SPAC e alcune variabili che connotano le fasi tipiche del percorso di ingresso di una SPAC nel mercato, quali: il numero di giorni intercorsi tra la data di annuncio dell'IPO e la data del primo giorno di negoziazione sul mercato; il numero di azioni offerte; l'ammontare del capitale raccolto; il numero di *bookrunners* e di *advisors* coinvolti nell'organizzazione dell'IPO; la scelta tra SPAC «generalista» e SPAC «specialistica»; l'esercizio o meno dell'opzione di *greenshoe* (la clausola in base alla quale è concesso all'*underwriter* il diritto opzionale di acquisto di un numero di azioni aggiuntive a un prezzo inferiore a quello di offerta per coprire l'*over-allotment*³); il volume medio di azioni scambiate sul mercato su base mensile; la capitalizzazione di mercato.

Il modello di regressione lineare multivariata ci restituisce alcuni importanti fattori predittivi della performance di una SPAC. La variabile «volume medio negoziato» ha un coefficiente positivo e significativo, il che indica che il rendimento medio mensile degli inve-

stimenti in azioni delle SPAC tende a essere maggiore per quelle con più elevati volumi negoziati sul mercato secondario. La variabile «numero giorni tra annuncio e negoziazione» ha un coefficiente con segno negativo e moderatamente significativo dal punto di vista statistico. Il che indica che quanto più è elevato il numero di giorni che intercorrono tra la data di annuncio della quotazione e la data del primo giorno di negoziazione sul mercato, tanto minore è il rendimento medio mensile. Infine, la variabile «generalista» ha un coefficiente con segno negativo ed è statisticamente significativa. Tale

risultato indica che le azioni di SPAC «generaliste» sono meno redditizie rispetto a quelle di natura «specialistica». Il resto delle variabili inserite nel modello non è statisticamente significativo e quindi le evidenze desumibili dalle stesse non risultano interessanti.

Abbiamo stimato anche un modello di regressione logistica, nel quale l'unico regressore che restituisce un risultato con una valenza informativa utile alla nostra ricerca è «capitalizzazione di mercato». Questa variabile ha un coefficiente negativo e moderata-

mente significativo, il che conferma che sono le SPAC di natura «specialistica/settoriale» a creare maggior valore e non le SPAC «generaliste».

L'analisi econometrica ci ha dunque permesso di ottenere tre importanti risultati. In primo luogo, il rendimento medio mensile degli investimenti in azioni delle SPAC tende a essere maggiore per quelle con più elevati volumi negoziati sul mercato secondario: all'aumentare degli scambi aumenta il rendimento delle azioni. In secondo luogo, il rendimento delle azioni delle SPAC è legato al numero di giorni che intercorrono tra la data di annuncio della quotazione e la data del primo giorno di negoziazione sul mercato: quanto più è elevato tale numero di giorni, tanto minore è il rendimento medio mensile. Infine, le azioni di SPAC «generaliste» creano minore valore e sono meno redditizie rispetto a quelle di natura «specialistica».

LE IMPLICAZIONI MANAGERIALI

L'analisi svolta indica che le SPAC sono uno strumento oramai consolidato che sta attirando un grande interesse da parte degli investitori e degli azionisti delle aziende target. Tale strumento sembra particolarmente apprezzato dagli operatori italiani, seguiti da quelli britannici e da quelli operanti negli altri Paesi europei. Per quanto concerne l'analisi delle determinanti del successo delle SPAC, i risultati del nostro studio presentano interessanti implicazioni manageriali per gli stakeholder coinvolti nella struttura-



zione, gestione o investimento in una SPAC: i promotori, gli investitori e gli azionisti dell'azienda target. In primo luogo, i promotori dovrebbero puntare a strutturare SPAC di natura «specialistica» anziché «generalista» poiché il rendimento generato da queste iniziative è mediamente più elevato. Ciò è confermato dal fatto che – secondo quanto emerge dalle nostre analisi – le SPAC «specialistiche o settoriali» sono in grado di creare maggiore valore rispetto a quelle «generalisti».

In secondo luogo, è importante non perdere tempo ed essere veloci nella strutturazione di una SPAC. La lentezza dell'operazione, misurata per esempio dal numero di giorni occorrenti (dopo l'annuncio) a realizzare l'IPO sul mercato primario, determina un minore rendimento dell'investimento. Infine, è importante incaricare un *market-maker* che favorisca gli scambi delle azioni della SPAC sul mercato azionario. Se ciò non avviene, il rendimento dell'investimento tende a ridursi.

¹ Per *underpricing* si intende la differenza tra il prezzo di chiusura delle azioni di una società «matricola» che ha appena fatto il suo ingresso nel mercato al termine del primo giorno di negoziazione e il prezzo d'offerta dell'IPO. Se positivo, l'*underpricing* rappresenta il primo guadagno immediato per l'investitore.

² L'analisi econometrica consta di due modelli di regressione. Il primo è un modello di regressione lineare multivariata, stimato con il metodo dei minimi quadrati, nel quale la variabile dipendente (da spiegare) è il rendimento medio mensile delle azioni delle SPAC e le variabili indipendenti (o esplicative) individuano le fasi tipiche del processo di IPO e di permanenza nel mercato della SPAC. Il secondo è un modello di regressione logistica, stimato con il metodo della massima verosimiglianza, nel quale la variabile dipendente è dicotomica (ovvero assume valore 1 se la SPAC è «generalista» e 0 se la SPAC è «specialistica») e le variabili esplicative sono un sotto-insieme delle variabili che connotano la quotazione e la successiva negoziazione delle azioni di una SPAC.

³ L'*over-allotment* si ha quando, in sede di collocamento, all'*underwriter* è concessa la facoltà di consegnare agli investitori un numero di azioni superiore a quello emesso dall'azienda. L'*underwriter*, non avendo un numero sufficiente di azioni, assume quindi una posizione «corta» che deve chiudere acquistando i titoli sul mercato secondario (la cosiddetta stabilizzazione del prezzo, qualora esso sia sceso al di sotto di quello di offerta) o direttamente dall'emittente mediante l'esercizio della *greenshoe option* (quando i titoli sono scambiati a un prezzo superiore a quello di offerta).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Berger, R. (2008), «SPACs: An alternative way to access the public markets», *Journal of Applied Corporate Finance*, 20 (3), pp. 68-75.
- Blankespoor, E., Hendricks, B. E., Miller, G. S., & Stockbridge Jr, D. R. (2022), «A hard look at SPAC projections», *Management Science*, 68 (6), pp. 4742-4753.
- Blomkvist, M., Vulanovic, M. (2020), «SPAC IPO waves», *Economics Letters*, 197, pp. 1-4.
- Carlotti M. (a cura di) (2012), *Tecniche di Private Equity*, terza edizione, Milano, Egea.
- Conca V. (2017), «Mercato delle SPAC. Eppure si muove», *Economia & Management*, n. 5-6, settembre/dicembre, pp. 100-105.
- Conca V. (2021), *Le Acquisizioni*, quarta edizione, Milano, Egea.
- Dalocchio M., Lucchini G., Pirrone, C. (a cura di) (2021), *Mergers & Acquisitions*, seconda edizione, Milano, Egea.
- Dimitrova, L. (2017), «Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the "poor man's private equity funds"», *Journal of Accounting and Economics*, 63 (1), pp. 99-120.
- Kolb, J., Tykova, T. (2016), «Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes», *Journal of Corporate Finance*, 40, pp. 80-96.
- Kiesel, F., Klingelhöfer, N., Schiereck, D., Vismara, S. (2022), «SPAC merger announcement returns and subsequent performance», *European Financial Management*, 29 (2), pp. 399-420.
- Kim, J., Park, S., Peterson, K., Wilson, R. (2022), «Not Ready for Prime Time: Financial Reporting Quality After SPAC Mergers», *Management Science*, 68 (9), pp. 7054-7064.
- Ruozzi R. (2014), «Nascita e sviluppo delle SPAC», *Economia & Management*, n. 6, pp. 101-107.

IN SINTESI

- La SPAC è un veicolo di investimento, costituito da un team di promotori al fine di raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in Borsa tramite un percorso articolato in quattro fasi: a seguito della costituzione del veicolo, la SPAC entra nel mercato azionario tramite IPO; i capitali raccolti sono destinati all'acquisizione di una società target tramite business combination. Al termine dell'operazione, le azioni della target saranno quotate in Borsa.
- Le SPAC attive in Europa hanno registrato, negli anni precedenti la crisi pandemica, un trend crescente sia per il numero sia per l'importo raccolto. L'Italia è tra i Paesi maggiormente attivi nel settore.
- Le SPAC sono uno strumento oramai consolidato che sta attirando un grande interesse da parte degli investitori e degli azionisti delle aziende target. Il rendimento delle SPAC di natura «specialistica» è mediamente più elevato e la velocità di quotazione del veicolo rappresenta un elemento determinante per il successo dell'operazione.