

**UNIVERSITÀ DELLA VALLE D'AOSTA
UNIVERSITÉ DE LA VALLÉE D'AOSTE**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE
ECONOMICHE E POLITICHE**

**CORSO DI LAUREA IN
SCIENZE DELL'ECONOMIA E
DELLA GESTIONE
AZIENDALE**

**ANNO ACCADEMICO
2021/2022**

**TESI DI LAUREA
LE SPAC: PROFILI TEORICI E
OPERATIVI**

DOCENTE 1° relatore: Prof. Maria Debora Braga

firma

STUDENTE: 19 C05 671, Costanza Della Negra

FIRMA

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1: LE SPAC.....	6
1.1 Che cos'è una SPAC.....	6
1.2 Le Società quotate: onori e oneri	7
1.2 IPO tradizionale e SPAC	9
1.3 Private Equity e SPAC	12
CAPITOLO 2: La struttura e il funzionamento della SPAC.....	14
2.1 La costituzione della SPAC	14
2.2 L'IPO	15
2.3 La ricerca della Società Target	18
2.4 La Business Combination.....	19
CAPITOLO 3: LE SPAC: FRA ITALIA E AMERICA	21
3.1 Le SPAC all'origine	21
3.2 Le SPAC negli U.S.A.....	24
3.3 Le SPAC in Italia	26
CAPITOLO 4: Il caso GPI.....	30
4.1 La SPAC Capital For Progress 1	30
4.2 GPI come Target nel 2016.....	38
4.3 La Fusione di GPI S.p.A. e CFP1 S.p.A.....	47
4.4 Le performance post IPO	48
CONCLUSIONI.....	55
BIBLIOGRAFIA	57

Alla mia famiglia.

Introduzione

In Italia, il panorama imprenditoriale è costellato da Piccole e Medie Imprese.¹ In particolare, le micro imprese con meno di 10 addetti, predominano lo scenario in termini numerici e si aggiudicano il 95,05% del totale. Solo il 4,86% del tessuto imprenditoriale (206 mila imprese circa), sono aziende dai 10 ai 249 addetti. Quest'ultime sono responsabili, da sole, del 41% dell'intero fatturato generato in Italia, del 33% dell'insieme degli occupati del settore privato e del 38% del valore aggiunto del Paese.² Molte fra queste aziende sono leader in mercati di nicchia e vantano un potenziale di espansione non solo in Italia, ma anche all'estero. Per imprese con queste caratteristiche, l'operazione di quotazione, rappresenta una strada per attrarre capitale, visibilità e per ampliare le proprie dimensioni e competere a livello globale. Tuttavia in un'IPO³ tradizionale, i costi diretti ed indiretti a cui la società va incontro per portare avanti tutte le fasi preliminari e propedeutiche alla quotazione, possono rivelarsi dispendiosi e con tempistiche lunghe per un'impresa non di grandi dimensioni. L'apertura del capitale tramite fondi di *Private Equity* o tramite IPO può spesso avvenire solo a condizioni onerose e vincolanti, che rischiano di scoraggiare questo percorso. Inoltre, la fonte di finanziamento più preponderante nel sistema di finanziamento delle PMI è rappresentata dal credito bancario, a cui l'accesso non è agevolato come per le imprese di grandi dimensioni. La SPAC, acronimo di *Special Purpose Acquisition Company*, irrompe nel panorama finanziario italiano nell'anno 2011 e appare congeniale allo scenario e alle esigenze delle PMI italiane. Per anticipare alcune fra le differenze con l'ordinaria IPO, si sappia, infatti, che questo veicolo societario semplifica la raccolta dei finanziamenti e facilita l'accesso sul mercato borsistico alle aziende, in termini di tempistica e di costi. Il successo della SPAC risiede, infatti, nel raggiungere il medesimo obiettivo di un'IPO tradizionale ma attraverso una negoziazione privata della valorizzazione della società. La capofila di questo metodo innovativo di quotazione prende il nome inequivocabile di "*Italy 1 investment*" quotata nel 2011 sul mercato regolamentato MIV⁴ e integrata successivamente con *IVS Group*, leader italiana e seconda in Europa nel settore del *foodservice*, in particolare nel mercato dei distributori automatici di bevande e snack. Ad oggi, le SPAC italiane sono a quota 31, e hanno aggiudicato all'Italia il primato fra i Paesi Europei. In questa tesi si

¹ Categoria che comprende le imprese con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro, che impiegano meno di 250 dipendenti.

² Dati del Blog Osservatori.net Digital Innovation – Guida alle PMI piccole e medie imprese –, 2021.

³ Initial Public Offer.

⁴ Mercato degli Investment Vehicles.

cercherà di analizzare il veicolo societario in questione, passando dal presentare le sue differenze con un'IPO tradizionale e con il *Private Equity*, alla descrizione delle varie fasi della sua esistenza, ad un'analisi del trend negli ultimi anni. Infine, in questo elaborato è stato apportato lo studio del caso concreto della SPAC Capital For Progress 1 e della sua successiva *Business Combination* con l'azienda GPI S.p.A. L'obiettivo principale è quello di cogliere le sfaccettature e il funzionamento di questo particolare veicolo d'investimento e di proporre un caso storico che possa racchiudere la teoria esplicitata nei capitoli precedenti.

CAPITOLO 1: LA SPAC

1.1 I CARATTERI GENERALI

Nella prima parte del capitolo (1.1) è presentato un quadro generale della *Special Purpose Acquisition Company*, con l'obiettivo di cogliere gli aspetti più rilevanti attraverso un primo sguardo al veicolo societario. Nel paragrafo successivo (1.2) si cercherà di comprendere quali possano essere le motivazioni che spingono una società alla quotazione e gli oneri a cui questa è soggetta una volta quotata in Borsa. Gli ultimi due paragrafi (1.3 e 1.4) sono dedicate rispettivamente al confronto e alle differenze esistenti fra SPAC e IPO tradizionale e fra SPAC e un fondo di *Private Equity*.

1.1 Che cos'è una SPAC

La SPAC - *Special Purpose Acquisition Company* – è un veicolo societario costituito in forma di Società per Azioni, che si quota su di un mercato regolamentato o su di un sistema di scambi multilaterale. La sua quotazione è funzionale a raccogliere dei capitali fra una molteplicità di investitori per poi acquisire e/o fondersi ("*Business Combination*"¹) con una società operativa non quotata ("*Società Target*"). La totalità dell'operazione deve avvenire in un periodo di tempo prestabilito prima della quotazione, abitualmente fra i 18 e i 24 mesi. In Europa, come in Italia, non esiste una normativa specifica dedicata a questo modello di società, per questo motivo il testo di riferimento è il Codice Civile, lo stesso che disciplina le società di capitali e le società quotate. Per anticipare le caratteristiche principali di questo modello si immagina la SPAC come una "scatola vuota", ovvero dotata solamente di cassa e di un capitale raccolto tramite l'Offerta Pubblica Iniziale e destinata all'integrazione con una società operativa. I promotori, in inglese *promoters*, sono coloro che costituiscono la SPAC, conferendo il capitale di rischio e mettendo a disposizione le proprie competenze per la ricerca di una società adatta alla *Business Combination*. Gli investitori della SPAC conferiscono fondi in cambio di *units* (cap. 2.1.), strumenti finanziari che permetteranno di divenire azionisti della futura società Target, previo consenso ottenuto in sede di assemblea straordinaria con la maggioranza qualificata degli investitori della SPAC. In ogni caso, anche se la maggioranza approvasse la Target, i singoli soci dissenzienti hanno la facoltà di esercitare il diritto di recesso rientrando in possesso del capitale investito. Al termine della quotazione della società Target, la SPAC ha portato a compimento l'oggetto sociale del suo statuto. Nel caso contrario in cui la *Business Combination* non raggiunga il quorum richiesto,

la SPAC, non avendo adempiuto all'unico scopo della sua costituzione, viene liquidata e restituisce agli investitori tutto o parte del capitale raccolto.

1.2 Le società quotate: onori e oneri¹

La *Special Purpose Acquisition Company* è comparsa come un'innovazione necessaria nel panorama delle quotazioni italiane. Per questo motivo, è necessario, prima di ogni cosa, comprendere come mai tante società ambiscano all'entrata in Borsa e quali siano i reali vantaggi e gli oneri che vengono sopportati una volta che queste sono quotate.

I motivi per cui si potrebbe desiderare di accedere al mercato primario sono numerosi. Il vantaggio principale e quello sicuramente maggiormente menzionato è la raccolta di nuovi fondi direttamente presso gli investitori; la società, attraverso l'aumento di capitale sul mercato, può ottenere ingenti risorse per finanziare le proprie attività, crescendo ed espandendo il proprio commercio. Inoltre, le aziende che raggiungono Piazza Affari, sono percepite dagli investitori, dalle banche, dai fornitori e da tutti gli *stakeholders*¹ in generale come meno rischiose, in quanto soggette ad obblighi di trasparenza molto più stringenti, regolarmente aggiornati e controllate dalle autorità di vigilanza. In effetti, la reputazione di cui queste godono post-IPO, è uno degli obiettivi più ambiti e che maggiormente motiva l'interesse verso questa iniziativa. Il concetto di società quotata in Borsa è spesso legato all'immagine di azienda solida ed affidabile e questa rinomanza permette, inoltre, di esercitare un maggior potere contrattuale nei confronti dei propri fornitori e creditori. Un altro aspetto positivo risiede nei suoi strumenti finanziari, che essendo listati e possedendo un valore oggettivo dettato dal mercato, sono utilizzabili da parte dell'azienda per possibili acquisizioni, senza la necessità di ricorrere alla cassa. Per quanto riguarda i cambiamenti interni in seguito ad un *listing*², il primo vantaggio da segnalare è il miglioramento e l'efficientamento sul piano organizzativo. Quest'ultimo, avviene grazie ad un sistema di pianificazione interno ripensato sulle esigenze di un'informativa molto più completa e frequente verso l'esterno. Altro cambiamento consiste nel *management* aziendale, in una *Governance* prettamente familiare, tipica delle Piccole e Medie Imprese italiane, possono subentrare *manager* con qualità e reputazione considerevoli. Questi ultimi, non raramente

¹ Per questo capitolo si è fatto riferimento al Quaderno di ricerca Intermonte - Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021).

¹ Tutti i terzi che sono interessati e coinvolti da un'attività economica.

² Altro termine utilizzato per riferirsi a strumenti finanziari quotati.

ricevono parte della propria retribuzione sotto forma di *stock option*³, un piano di incentivazione di lungo periodo che permette di fidelizzare i *manager* e di allineare i loro interessi con quelli della società. Infine, è importante citare l'agevolazione fiscale risultante dalla quotazione, l'ultima novità introdotta è rappresentata dalla Legge di Bilancio 2021 (Legge del 30 dicembre 2020, n. 178), che proroga il credito di imposta sui costi di consulenza per la quotazione delle PMI, introdotto con la legge di bilancio 2018⁴.

Tabella 1 n. 1: I principali vantaggi per una società quotata.

<i>Vantaggi</i>	<i>Riferimenti bibliografici</i>
Canale diretto di raccolta di capitale di rischio	Holmstr.m e Tirole (1993); Carpenter e Petersen (2002)
Maggiore potere contrattuale verso creditori e fornitori	Pagano et al. (1998)
Possibilità di fare acquisizioni con concambio azioni	Brau e Fawcett (2006)
Leva di marketing	Giorgino et al. (2001)
Migliore immagine verso clienti e fornitori	Stoughton e Zechner (1998)
Attrazione di manager talentuosi	Draho (2010)
Managerializzazione dell'impresa	Mello e Parsons (2000)
Maggior valore dei piani di stock option	Draho (2010)
Migliore controllo di gestione interno	Giorgino et al. (2001)
Ruolo di monitoring e 'disciplina' del mercato	Pagano e R.ell (1998)
Detrazioni fiscali e crediti d'imposta	Giudici e Paleari (2000)

Fonte: Quaderno di ricerca Intermonte - Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021).

Dopo aver presentato i maggiori vantaggi per una società quotata, è ugualmente doveroso rammentare quali siano gli oneri a cui essa è sottoposta. In effetti, non solo molte aziende non intraprendono il percorso della quotazione poiché scoraggiate da costi e adempimenti successivi, ma esistono anche casi di società "delistate" dopo poco tempo dall'entrata in Borsa.⁵ Le motivazioni sono fra le più svariate, tuttavia, il *team* di ricerca di Intermonte, indica come cause principali l'aumento dei costi organizzativi della struttura aziendale e l'esposizione ad una normativa molto più stringente. Effettivamente, le spese interne

³ Contratto stipulato fra la società emittente (writer) e il destinatario dell'offerta (holder). L'oggetto del contratto è la possibilità di acquistare, a una certa data futura, le azioni della società a un prezzo prefissato (strike price) al momento della stipula del contratto.

⁴ "Ha approvato il credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle PMI con un tetto massimo di € 200.000 per azienda." Quaderni di ricerca Intermonte, Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021).

⁵ Solo nel 2021 si è assistito a 19 delisting, fra i quali Guala Closure S.p.A, Massimo Zanetti BG, Panaria Group e Sicit Group.

aumentano inevitabilmente, basti pensare all'obbligo d'inserimento di amministratori indipendenti o alle *fee* da pagare alle società che regolamentano il mercato. Anche gli obblighi di rendicontazione frequente e di bilanci certificati sono un vincolo costoso per le imprese. Inoltre, se da un lato l'entrata in Borsa è una forte leva di *marketing*, dall'altro i riflettori sono puntati su di questa anche nei momenti di crisi e qualsiasi passo falso può causare pesanti sanzioni e ricadute della sua immagine. L'azienda è inevitabilmente e costantemente esposta alla volatilità del mercato, che può impattare positivamente ma anche negativamente sui suoi strumenti finanziari e, di conseguenza, sul suo valore. Un altro aspetto, che può turbare soprattutto gli imprenditori delle Piccole Medie Imprese, è l'idea e il rischio di vedere la propria quota azionaria ridursi e di non poter più detenere il pieno controllo della società. Infine, una volta pubblicata nel listino di Piazza Affari, vengono fornite molte informazioni sul funzionamento e sui dati contabili dell'azienda in questione, creando un vantaggio per i *competitors* non quotati.

Tabella 1 n. 2: I principali svantaggi per una società quotata.

<i>Svantaggi</i>	<i>Riferimenti bibliografici</i>
Costi di struttura interni	Ritter (1987); Renneboog et al. (2007)
Fee richieste dalla societ. di gestione del mercato	De Angelo et al. (1984)
Obblighi di rendicontazione (ex. certificazione bilanci)	Geranio (2004)
Adempimenti normativi	Kamar et al. (2009)
Rischi di compliance	Kamar et al. (2009)
Esposizione alla volatilità del mercato	Weir et al. (2005); Bharat e Dittmar (2010)
Parziale perdita del controllo sull'azionariato	Brennan e Franks (1997)
Spillover di informazioni verso la concorrenza	Maksimovic e Pichler (2001)

Fonte: Quaderno di ricerca Intermonte - Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021).

1.2. IPO tradizionale e SPAC⁶

Lo scorcio presentato sui vantaggi e gli svantaggi conseguiti con l'ammissione in Borsa tramite un'IPO, risultano fondamentali per poter comprendere meglio il tema trattato in questa tesi. In effetti, la SPAC costituisce un'alternativa alla tradizionale IPO ma il risultato è sempre il medesimo: la società Target raggiunge lo status di quotata e da quel momento è soggetta a tutti i benefici e gli oneri del caso.

⁶ Per l'argomento si è fatto soprattutto riferimento al testo di M. FUMAGALLI, "Lo sviluppo della SPAC in Italia", Milano, 2014.

Tuttavia, nonostante il risultato finale sia lo stesso, esistono delle differenze importanti nei due processi. La prima e la più immediata risiede nella struttura del veicolo societario, privo di qualsiasi *asset* e contenente solamente cassa, mentre l'oggetto dell'IPO e quindi i titoli di nuova emissione sono riferibili a società operative. In seguito, il numero di attori coinvolti in una SPAC è decisamente inferiore rispetto all'IPO tradizionale. I promotori, infatti, oltre a costituire il veicolo e dotarlo del capitale di rischio, svolgono un altro ruolo fondamentale: quello di intermediari. In un processo abituale di quotazione, la figura del *Global Coordinator*⁷ è centrale per lo sviluppo e la credibilità dell'iniziativa, in quanto il suo compito principale consiste nel collocare le azioni della società sul mercato ed essere l'intermediario diretto fra la stessa e gli investitori. Questi ultimi si affidano al G.C.⁸, che garantisce la qualità dell'operazione e raccoglie i diversi ordini degli investitori (*book-building*), individuando e stabilendo il prezzo corretto dell'offerta (*open price*). Nelle SPAC il *Global Coordinator* è presente, poiché il suo affiancamento durante la *Business Combination* e la sua funzione di controllo generale sul *team* risultano impegni rassicuranti per gli investitori. Tuttavia, la banca d'affari non è così protagonista come nelle normali IPO, infatti, nonostante il suo intervento nel momento della raccolta dei fondi e durante la *Business Combination* con la sua *equity research*⁹, essa non svolge il compito di prezzare l'operazione. Sono i *promoters* stessi a negoziare privatamente il valore della società Target, prima che quest'ultima sia sottoposta all'approvazione o meno dei soci-investitori per essere quotata sul mercato. Questo ruolo svolto dal *team* dei soci fondatori è un aspetto positivo per gli investitori, i quali possono accedere ad informazioni riguardanti la Target e la *Business Combination* in modo più diretto e approfondito. Inoltre, la negoziazione privata dell'*equity value*, permette all'imprenditore della società Target di evitare il rischio di non raggiungere l'importo minimo di sottoscrizione o la valutazione attesi. Bisogna sottolineare, tuttavia, come l'attività di *book-building* permetta alla società quotanda di avere piena visibilità dei propri investitori e, spesso, di poterne scegliere una buona parte. Al contrario, in una SPAC, oltre a non poter scegliere i propri azionisti, la Target detiene meno informazioni riguardo alla composizione del flottante, che potrebbe addirittura variare se, in sede di assemblea, uno o più investitori decidessero di non aderire alla *Business Combination*. Per concludere i differenti aspetti fra una banca d'affari coinvolta in un'IPO tradizionale e in una SPAC, si evidenzia che il ruolo di garante della qualità dell'iniziativa non spetta al G.C., ma alla reputazione del *team* di

⁷ Ruolo svolto da banche di investimento, italiane o estere.

⁸ Global Coordinator.

⁹ Lo studio di un'impresa e del suo ambiente finalizzato a prendere una decisione di acquisto o vendita sulle sue azioni.

promotori e alla struttura stessa del veicolo societario. In aggiunta, tutti i consulenti¹⁰ presenti durante un'ordinaria quotazione, nella SPAC non sono coinvolti, fatta eccezione per il *Nomad*¹¹, il quale rimane una figura fondamentale e necessaria per l'accesso al mercato. Un altro tema ampiamente citato quando si discute delle differenze fra i due metodi, è quello riguardante i costi. Per un'Offerta Pubblica Iniziale tradizionale, questi consistono in costi fissi per i consulenti e costi variabili di collocamento. Quest'ultimi, sono le spese che la società deve sopportare per il coinvolgimento delle Banche d'Affari nella fase del collocamento dei titoli, sono definiti come percentuale sulla raccolta complessiva del capitale (vanno dal 4% al 6%). Nelle SPAC, i *promoters*, come verrà spiegato meglio in seguito (2.1. La costituzione della SPAC), non ricevono nessun compenso immediato ma sono remunerati attraverso una quota di strumenti finanziari della società Target con cui il veicolo societario si sarà integrato. Inoltre, le commissioni dovute al *Global Coordinator* sono nettamente inferiori in quanto, come anticipato, esso non ha un ruolo così determinante nell'operazione. La terza importante differenza riguarda la tempistica dell'intero processo, se un'IPO ordinaria è molto raro che riesca ad avvenire prima di 1 anno, una SPAC può raggiungere Piazza Affari in 4 mesi. Quest'ultimo aspetto, rendendo l'operazione più "snella" e rapida, fa sì che il veicolo societario sia maggiormente apprezzato ed utilizzato nei periodi in cui la volatilità del mercato è elevata.¹² Oltre alla celerità, anche l'aspetto del diritto di recesso dall'operazione esercitabile dagli investitori è un motivo per preferire la SPAC in un momento d'incertezza del mercato.

Tabella 1 n. 3: Le principali differenze fra un'IPO tradizionale e una SPAC.

<i>IPO tradizionale</i>		<i>SPAC</i>
Struttura	Ha come oggetto società operative e strutturate	Priva di qualsiasi <i>asset</i> , solo cassa
Attori coinvolti	Advisor Finanziario, Fiscale, Legale, di <i>Investor Relations</i> , di comunicazione, Advisor ECM, Società di revisione, <i>Global Coordinator</i> , <i>Nomad</i>	Promotori, <i>Global coordinator</i> , <i>Nomad</i>
Global Coordinator	Garantisce la qualità dell'operazione con la propria reputazione	Partecipa marginalmente
Valorizzazione della società quotanda	<i>Book-building</i>	Privatamente con i promotori
Società quotanda	Piena visibilità dei propri investitori, possibilità di scegliere	Non sceglie gli investitori e ha meno informazioni
Costi	Ingenti	Ridotti
Tempistiche	Mediamente 12 mesi	Mediamente 4 mesi

Fonte: elaborazione propria.

¹⁰ Advisor Finanziario, Fiscale, Legale, di Investor Relations, di comunicazione, Advisor ECM, Società di revisione.

¹¹ Figura autorizzata da Borsa Italiana, garante della società atta a valutare che essa sia in possesso di tutti i requisiti formali necessari per l'ammissione.

¹² J. KOLB & T. TYKVOVA, "Special Purpose Acquisition Companies – Are they an Alternative to IPOs?", 2014.

1.3 Private Equity e SPAC¹³

Quando si tratta della *Special Purpose Acquisition Company* è inevitabile doversi confrontare con il tema del *Private Equity*, ovvero “l’attività d’investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo.”¹⁴

Fin dal suo esordio, la SPAC, è stata spesso presentata come un’alternativa ai fondi in questione poiché gli aspetti in comune sono molti e sono facilmente identificabili. In primo luogo, è importante ricordare che all’origine della creazione della SPAC vi è stata la volontà di rendere maggiormente accessibile al pubblico l’*asset class* del *Private Equity*.¹⁵ Il secondo aspetto che accomuna queste due tipologie di veicoli riguarda gli attori coinvolti, sia i *promoters* che i gestori del fondo, si caratterizzano per essere dei professionisti stimati del settore, la cui affidabilità e reputazione sono componenti chiave per l’adesione da parte degli investitori. Non è raro, infatti, che la maggior parte dei soci fondatori di una SPAC siano figure esperte e provenienti dal mondo del *p.e.*¹⁶ Inoltre, sempre con riguardo al *management team*, in entrambi i casi, parte del loro compenso è legato all’andamento dell’investimento. Tuttavia, è proprio nella questione riguardante la remunerazione che si può cogliere la prima importante differenza. I promotori della SPAC, come già anticipato, non ricevono nessun tipo di compenso periodico prima del termine dell’operazione. Al contrario, nel *Private Equity*, sono previste *fee* manageriali periodiche (mediamente 2% annuo del capitale raccolto). Per quanto riguarda la struttura e l’obiettivo dei due veicoli, la SPAC, nonostante non sia vincolata dalla normativa, indirizza i fondi raccolti in un unico investimento per il perfezionamento di una sola *business combination*. Inoltre, l’essere quotata in Borsa, conferisce a quest’ultima maggiore trasparenza e assicura una certa liquidità alle azioni e ai *warrant*, utilizzati come partecipazioni per gli investitori. I fondi di *Private Equity*, invece, adottano una politica di diversificazione e molto raramente rivolgono gli investimenti in società quotate, creando una liquidità ridotta dei propri strumenti finanziari. Questo tema interessa soprattutto gli investitori, la cui partecipazione alle due diverse iniziative rappresenta un’altra differenza sostanziale. Questi ultimi, in una *Special Purpose Acquisition Company*, sono soggetti ad un unico versamento di capitale iniziale e, come ribadito più volte, hanno la facoltà di recedere nel caso di mancata approvazione della

¹³ Per l’argomento si è fatto soprattutto riferimento al testo di ANDREA CONSO E GIMEDE GIGANTE, “Le SPAC in Italia: Stato di un fenomeno in evoluzione”, Milano, 2019.

¹⁴ Definizione di Bora Italiana.

¹⁵ M. FUMAGALLI, “Lo sviluppo della SPAC in Italia”, Milano, 2014.

¹⁶ Private Equity.

Target. Se, al contrario, essi portano a compimento il proprio investimento, ne possono beneficiare (eccetto eventuali *lock-up*) subito dopo il termine della SPAC. Tuttavia, gli investitori del veicolo in questione, affrontano un costo-opportunità legato alla rinuncia degli interessi attivi, visto che, prima della *business combination*, i fondi non possono essere utilizzati. Specularmente, gli investitori del *Private Equity*, devono sottostare a dei richiami degli impegni (*draw-downs*) e non hanno grande libertà nella trasferibilità degli strumenti finanziari, poiché questa è frequentemente subordinata all'approvazione del *general partner*. Dunque, i partecipanti al fondo non esercitano un diritto di "voice" così diretto come nella SPAC, ma spesso nominano un *advisory board* che li rappresenti. In aggiunta, gli orizzonti di ritorno dell'investimento nel *p.e.* vanno dai 5 ai 10 anni. Infine, un limite della SPAC, che emerge dal confronto con il *p.e.*, è quello in tema di diluizione, ovvero "l'effetto diluitivo" a cui sono soggetti *promoters* ed investitori, ottenuto con la conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie e con l'esercizio dei *warrant*.

Tabella 1 n. 4: Le principali differenze fra *Private Equity* e SPAC

	<i>Private Equity</i>	SPAC
Remunerazione del <i>team</i>	<i>Fee</i> manageriali periodiche	Quota di strumenti finanziari della società Target (dopo B.C.)
Tipo di investimento	Diversificato; società non quotate	Una sola B.C.; società quotate
Strumenti finanziari	Prevalentemente illiquidi	Liquidi
Investitori	<i>Regime dei richiami (draw-downs)</i>	Unico versamento iniziale
Diritto di "voice"	Indiretto attraverso un <i>advisory board</i>	Diretto attraverso il diritto di recesso
Orizzonte dell'investimento	5-10 anni	Al termine della B.C. (se non sono presenti <i>lock-up</i>)
Interessi attivi	Esistono	Non esistono
Effetto diluitivo	Non esistente	Esistente

Fonte: elaborazione propria.

CAPITOLO 2: LA STRUTTURA E IL FUNZIONAMENTO DELLA SPAC

Il ciclo di vita di una *Special Purpose Acquisition Company* può essere riassunto nelle quattro fasi riportate di seguito.

- i. La costituzione della SPAC
- ii. L'Offerta Pubblica Iniziale
- iii. La ricerca della Società Target
- iv. La Business Combination

2.1. La costituzione della SPAC

La SPAC nasce come veicolo societario quotato e nel diritto italiano assume la forma della Società per Azioni, costituita da parte di un gruppo di soggetti fondatori, i quali prendono il nome indistintamente di *promoters*, *sponsors* o *management team* e che detengono inizialmente il 100% delle azioni. L'oggetto sociale, come anticipato, consiste nella ricerca e successiva integrazione di una società operativa. I *promoters*, dunque, sottoscrivono il capitale di rischio o conferiscono risorse di altro tipo per finanziare le spese legate all'IPO e al funzionamento stesso del veicolo societario. Il primo fattore di successo di una *Special Purpose Acquisition Company* risiede nella sua compagine sociale, i fondatori sono professionisti che godono di ottima reputazione ed esperienza sul campo, spesso provenienti al mondo del *Private Equity*. È ampiamente risaputo che la riuscita dell'operazione dipende in larga parte dalla credibilità e dall'affidabilità dei soci fondatori. Infatti, il loro ruolo non si esaurisce nel conferimento del capitale iniziale ma si estende all'amministrazione della società, occupandosi della ricerca della Target per sottoporla all'approvazione o disapprovazione degli investitori. In aggiunta, i *promoters* sono da considerarsi parte attiva dell'investimento poiché, oltre a rischiare il capitale inizialmente investito in caso di liquidazione della SPAC, il loro guadagno in termini di remunerazione dipende dalla buona riuscita dell'operazione. Infatti, la retribuzione non consiste in *management fees* o commissioni periodiche ma nella sottoscrizione, prima dell'IPO, di una quota di azioni speciali (massimo 20% del capitale della SPAC) che, al termine della *Business Combination*, si convertono in azioni ordinarie e in condizioni favorevoli per l'acquisizione di *warrant* (*sponsor warrant*). Questi ultimi sono strumenti finanziari che conferiscono al possessore la facoltà di acquistare (*warrant call*) o di vendere

(*warrant put*) una certa quantità di titoli sottostanti (*underlying*) ad un prezzo prefissato (*strike-price*) entro una scadenza stabilita. Il tema verrà ripreso e approfondito nel sotto capitolo successivo (2.2. L'Offerta Pubblica Iniziale). Le azioni speciali, invece, offrono ai promotori il diritto, generalmente al verificarsi di alcune condizioni, di poterle convertire in azioni ordinarie. La conversione può avvenire quando la *Business Combination* si perfeziona, oppure se le azioni ordinarie superano un determinato prezzo. Questo metodo di retribuzione, rendendo il team fortemente motivato nel portare a termine l'iniziativa, rappresenta una delle prime garanzie per l'investitore e una delle caratteristiche più apprezzabili della SPAC.

2.2. L'Offerta Pubblica Iniziale

Prima di proseguire con la descrizione di questa seconda fase, è opportuno fornire una delucidazione su un concetto importante per il processo di Offerta Pubblica Iniziale di una SPAC: il mercato primario di riferimento.

Le SPAC possono attualmente essere quotate su *Euronext MIV Milan* e *Euronext Growth Milan*. Il MIV -Mercato degli Investment Vehicles - è "il mercato regolamentato dedicato alla quotazione di veicoli che investono in economia reale, principalmente Fondi d'Investimento Alternativi (FIA) di tipo chiuso".¹⁷ *Euronext Growth Milan*, invece, è "un mercato non regolamentato dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita".¹⁸ In un primo momento, le SPAC potevano essere quotate solamente sul sistema multilaterale di negoziazione EGM¹⁹. Solo nel 2010 subentra la possibilità per questi veicoli societari di quotarsi anche su di un mercato regolamentato, quando Borsa Italiana S.p.A. introduce nel mercato MIV un nuovo Segmento Professionale. Quest'ultimo è reso inaccessibile agli investitori *retail* e viene destinato a veicoli di investimento caratterizzati dall'assenza di diversificazione.²⁰ Per una SPAC i requisiti di ammissione ai due mercati in termini di raccolta sono rispettivamente 40 milioni con "un flottante adeguato ad assicurare un regolare funzionamento del mercato"²¹ e 30 milioni con un flottante del 10%.

Di seguito è proposta una tabella che riassume i principali requisiti per l'accesso ai due mercati.

¹⁷ Definizione di Borsa Italiana.



¹⁸ Definizione di Borsa Italiana.

¹⁹ Euronext Growth Milan.

²⁰ Avviso n. 8998, Modifiche al Regolamento dei Mercati e alle Istruzioni: mercato MIV, Borsa Italiana, 21 maggio 2020.

²¹ Definizione di Borsa Italiana.

Tabella 2 n. 5: I principali requisiti di ammissione sul segmento professionale di Euronext MIV Milan e su Euronext Growth Milan.

	 Euronext MIV Milan segmento professionale	 Euronext Growth Milan
Capitalizzazione	min €40mln	Per le SPAC raccolta min €30mln
Flottante	25%-35%	10%
Prospetto informativo	Obbligatorio	Non obbligatorio (documento di ammissione)
Bilanci certificati	Anche inferiore ad un anno, purché assoggettato al giudizio di un revisore legale	1 (se esistente)
CDA indipendenti	Raccomandato	Nessun requisito formale
Advisor alla quotazione	Nomad/Global Coordinator (intermediario autorizzato)	Nomad/Global Coordinator (intermediario autorizzato)
Specialista	Non richiesto	Richiesto
Investitori	Istituzionali	Retail e istituzionali

Fonte: Borsa Italiana (2022).

Oltre a rispettare la disciplina di ammissione sui mercati sopracitata, l'offerta pubblica iniziale della SPAC dovrebbe prevedere, come le IPO tradizionali, il rispetto di obblighi di trasparenza specifici, primo fra tutti la pubblicazione, dopo l'approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza CONSOB, del prospetto d'offerta. Il documento, regolamentato dall'art. 94 del TUF, contiene tutte le informazioni della società da quotare necessarie affinché gli investitori possano concludere *“un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.”*²² Tuttavia, nell'esperienza italiana quest'ultimo non è stato mai redatto per una SPAC, in quanto, il prospetto di offerta e tutti gli obblighi di trasparenza connessi, non sono obbligatori nel caso in cui l'operazione sia indirizzata ad investitori qualificati e non *retail*. In effetti, nelle casistiche italiane, gli investitori a cui i *promoters* si sono rivolti sono tutti appartenenti alla categoria qualificata, ovvero istituzionali, *family office* o *private banker*. Inoltre, è importante ricordare che essendo un veicolo societario e avendo al suo interno solamente cassa e capitale sociale, è caratterizzato dall'assenza di dati storici ed economico finanziari. I promotori, in ogni caso, devono fornire al pubblico tutte le informazioni sensibili e necessarie alla comprensione del veicolo societario e dell'operazione di *Business Combination* che si intende intraprendere. Tuttavia, non è obbligatorio individuare per la Società Target caratteristiche stringenti, come il settore di mercato, le dimensioni o l'area geografica, poiché uno degli aspetti vincenti è quello di lasciare una certa libertà di ricerca all'esperienza e al fiuto degli *sponsors*.

²² Art. 94, TUF.

Dopo aver chiarito su quali segmenti possono essere quotate e quali sono gli obblighi a cui adempiere per l'ammissione sui mercati, possiamo proseguire con la seconda fase del processo. Il primo passo dei *promoters*, subito dopo la costituzione della SPAC, consiste nell'organizzare un *Roadshow*²³ simile alle IPO tradizionali. La particolarità, in questo caso, è che il team non propone un'azienda specifica ma vende di fatto sé stesso, la propria credibilità ed esperienza, il tutto concretizzato in un progetto d'investimento. Dunque la raccolta dei fondi avviene presso una pluralità di investitori, definiti in gergo soci "puri", i quali sottoscrivono le azioni a "scatola chiusa", ovvero senza conoscere la società con la quale avverrà la fusione e/o acquisizione. La loro funzione nel veicolo di investimento è quella di dotare la SPAC della somma necessaria all'operazione di *Business Combination*. Nonostante essi non siano coinvolti nella ricerca della Società Target, il loro ruolo è decisivo poiché si tratta di approvare o meno in sede di assemblea, l'azienda proposta da parte dagli *sponsor*. Il *fundraising* avviene tramite il collocamento del capitale (circa l'80%) sul mercato primario in forma di *units* fissate ad un prezzo di 10 euro, ovvero delle particolari tipologie di titoli consistenti in un "pacchetto" formato, generalmente, da un'azione ordinaria e un *warrant* (*market warrant*). Come già anticipato, questi sono strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare un diritto, quello di comprare azioni una volta avvenuta l'integrazione con la Società Target, dopo che le *units* si saranno convertite in azioni e *warrant* di quest'ultima. Più in particolare, i *warrant* sono denominati "*In the Money*" poiché sono consegnati ad un prezzo fisso iniziale minore rispetto al prezzo iniziale delle azioni acquistate in seguito. Questo metodo di collocamento tramite *units* non è unico delle SPAC ma lo si ritrova nei tradizionali processi di IPO, poiché assicura una negoziazione separata di due strumenti con rendimenti differenti e offre maggior privilegio ai sottoscrittori riguardo alle aspettative di apprezzamento dell'*underlying*. Una volta raccolti i fondi, questi, per la quasi totalità (99-100%) sono depositati in un *escrow account*, ovvero un conto di deposito a garanzia gestito da un terzo (*escrow agent*), secondo il quale il rilascio dei fondi è subordinato al verificarsi di determinati eventi. Per quanto riguarda le SPAC, questi eventi possono essere esclusivamente tre: l'attuazione della *Business Combination*, la liquidazione del veicolo societario e l'esercizio del diritto di recesso da parte di uno o più soci, di cui si tratterà in seguito. Le risorse finanziarie non possono essere utilizzate per attività amministrative o di gestione, pertanto, gli investitori stanno investendo in un'attività priva di rischio. L'*escrow account* rappresenta un'altra garanzia per i soci puri e permette di

²³ Sono gli incontri che caratterizzano la fase conclusiva del processo di marketing istituzionale di una operazione di offerta di titoli azionari.

evidenziare ciò che è stato appena anticipato: la decisione finale rispetto alla *Business Combination* è presa dagli investitori.

2.3. La ricerca della Società Target

Dopo aver completato la squadra degli investitori comincia la fase più importante della vita di una SPAC: la ricerca della Società Target. Per la realizzazione della *Business Combination* ai *promoters* è concesso, generalmente, un arco temporale di 24 mesi dal giorno successivo all'IPO ma estendibile a 36 mesi, nel caso sia stata firmata una lettera d'intenti²⁴. Le tempistiche di ricerca della Target, in realtà, si rivelano abbastanza variabili a seconda delle società e sono mutate nel corso degli anni, passando da 18 a 24 mesi per permettere una ricerca maggiormente accurata e una *due diligence*²⁵ più approfondita. Questo momento di indagine è fondamentale poiché i *promoters* devono concretizzare le loro qualità ed esperienze di professionisti, cercando e trovando una società adeguata alla *Business Combination* e alle esigenze degli investitori. Nell'identificazione delle potenziali Target, generalmente, non viene individuato un settore specifico di riferimento, a meno che questo non sia esplicitamente richiesto dagli investitori oppure non siano stati elencati settori da escludere. In ogni caso, la società operativa deve rispettare dei requisiti essenziali per poter essere proposta, dall'aspetto del posizionamento competitivo alle prospettive ottimistiche di crescita e di sviluppo. Alcuni team di promotori hanno seguito ed aiutato le aziende Target nel loro sviluppo post *Business Combination*, contribuendo ad accrescerne cultura e *footprint*, attraverso un supporto manageriale strategico. Anche per questo motivo, la società deve essere caratterizzata da una *Governance* aperta e che abbia le possibilità e la volontà di entrare in Borsa, cooperando con gli sponsor della SPAC. I *promoters* identificano la Target più adatta passando essenzialmente per due fasi: la prima consiste nel ridurre ad una selezione minima le società prese in considerazione, la seconda è l'operazione di *due diligence* che permette di individuare la favorita. Una volta approfondito e analizzato ogni aspetto di questa, gli *sponsors* e l'azienda iniziano la negoziazione della valorizzazione di quest'ultima, per poi passare alla fase finale del ciclo di vita della *Special Purpose Acquisition Company*.

²⁴ Documento sottoscritto dalle parti durante la trattativa per la conclusione di un contratto, con il quale esse fissano i punti su cui sono già pervenute ad un accordo e disciplinano il prosieguo delle trattative, senza che questo le impegni a concludere il contratto.

²⁵ Attività di investigazione e di approfondimento di dati e di informazioni relative all'oggetto di una trattativa.

2.4. La Business Combination

Conclusa la ricerca e identificata la Target, i promotori proseguono con l'annuncio agli investitori e la presentazione della potenziale società con cui integrarsi in ogni minimo dettaglio, attraverso dati storici e prospetti futuri. Questa è sicuramente la fase più delicata dell'iniziativa, in quanto, nei giorni a seguire gli investitori della SPAC sono chiamati a riunirsi in assemblea straordinaria per decidere delle sorti dell'operazione successiva.

In sede di assemblea, gli investitori possono votare a favore o contro la futura integrazione e/o acquisizione²⁶, per l'attuazione di quest'ultima è necessaria la maggioranza qualificata del 70%. Nel caso in cui il socio è sfavorevole alla *Business Combination*, può esercitare il diritto di recesso²⁷, che prevede il totale rimborso del capitale investito²⁸. Dunque, gli scenari che possono presentarsi al termine dell'assemblea straordinaria sono essenzialmente tre e prevedono esiti differenti. Il primo scenario è quello più pessimistico dove gli investitori, del tutto contrari o non totalmente convinti dell'azienda presentata, superano il 30% dei voti in assemblea e mettono i *promoters* di fronte ad un bivio decisivo per la continuazione o meno dell'operazione. Infatti, se il tempo previsto per la riuscita della *Business Combination* (24 mesi) è terminato, deve avvenire la liquidazione della SPAC con la restituzione dei fondi a tutti gli azionisti che hanno acquistato le azioni sul mercato. Questa situazione non riguarda i *promoters*, i quali, come anticipato, non sono rimborsati per i titoli sottoscritti con collocamento privato prima dell'IPO. All'opposto, se si ha ancora del tempo a disposizione, il team può scegliere di continuare la ricerca e di presentare una nuova società Target che, come la prima, verrà sottoposta all'approvazione o meno dell'assemblea. Il secondo scenario è quello in cui la *Business Combination* è approvata e gli investitori dissenzienti sono meno del 30% ma, esercitando il diritto di recesso, possono rappresentare una criticità nella finalizzazione dell'operazione. Di fatti, la loro uscita dall'investimento comporta una diminuzione delle risorse della SPAC, che a sua volta potrebbe comportare la riduzione

²⁶ Generalmente ad una azione corrisponde un voto.

²⁷ Art. 2437, co. 1, c.c. Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società; b) il trasferimento della sede sociale all'estero; c) la revoca dello stato di liquidazione; d) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto; e) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso; f) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

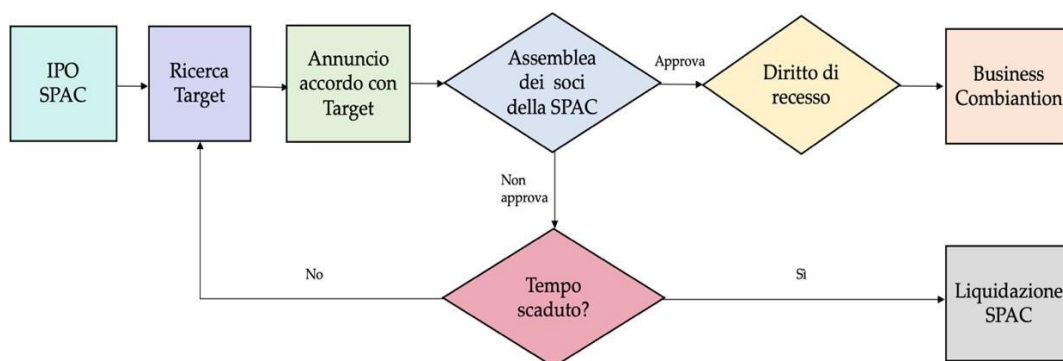
²⁸ Alcune SPAC non restituiscono il 100% dei fondi in caso di liquidazione, ma una percentuale minore. In tal caso gli Investitori sostengono parte delle spese della SPAC riducendo il rischio della perdita del Capitale dei Promotori.

della dimensione dell'operazione, concretizzata, per esempio, con l'acquisto di un numero minore di azioni della società Target. Tuttavia, questa situazione può essere evitata attraverso l'entrata di nuovi investitori o la raccolta di capitale di debito per finanziare l'ammontare mancante. Infine, l'ipotesi migliore prevede l'omogenea approvazione delle teste in assemblea straordinaria per il proseguo dell'operazione di acquisizione e/o fusione con la società individuata. Da questo momento, se si verificano gli ultimi due scenari, al *management team* è concesso l'utilizzo dei fondi depositati nell'*escrow account* per il loro impiego nella società risultante dalla *Business Combination*, che può assumere svariate forme, di seguito riportate.²⁹

- a) L'acquisto di partecipazioni di controllo o la capitalizzazione della Target attraverso la sottoscrizione di azioni di nuova emissione, con conseguente acquisizione del controllo.
- b) L'acquisto di un ramo d'azienda della Target, per cui un complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività d'impresa entrerebbe a far parte dell'assetto societario.
- c) La fusione della Target nella SPAC.

Le tre operazioni sopraelencate sono tutte potenziali metodi, che si possono utilizzare anche combinati fra loro per arrivare all'unico fine del veicolo societario: l'integrazione con la Target. In Italia, tuttavia, abbiamo assistito a SPAC che sono ricorse esclusivamente alla terza opzione, ovvero alla fusione per incorporazione diretta o inversa, dove tra le società vi è un rapporto di partecipazione. Si fa riferimento alla fusione "diretta" quando è la partecipante ad incorporare la partecipata mentre ci si riferisce alla fusione "inversa" o "rovesciata" quando è la partecipata ad incorporare la partecipante.³⁰ Al termine di queste operazioni straordinarie la società Target sbarca sul mercato ed entra ufficialmente nel listino delle società quotate.

Figura 2 n. 1: I principali passaggi della SPAC.



Fonte: elaborazione propria.

²⁹ A. CONSO E G. GIGANTE, *Le SPAC in Italia: Stato di un fenomeno in evoluzione*, Milano, 2019.

³⁰ P. TORACCA, *La fusione inversa o rovesciata: cos'è, quando si verifica e come è disciplinata?*, 26.10.2017

CAPITOLO 3: LE SPAC: FRA ITALIA E AMERICA

In questo capitolo verrà ripercorsa la storia delle SPAC, dalla sua nascita alle sue prime apparizioni sul mercato americano (3.1). In seguito (3.2), dopo aver compreso in quale contesto è stato originato il veicolo societario, verrà fornita una breve panoramica dell'esperienza americana negli ultimi 2 anni. Nel paragrafo conclusivo (3.3), è proposta un'analisi relativa ai caratteri generali di tutte le SPAC promosse da professionisti italiani fino ad oggi.

3.1 Le SPAC all'origine³¹

Special Purpose Acquisition Company, ad oggi, è il nome che indica il veicolo societario oggetto della nostra di questa tesi. Tuttavia, questa particolare tipologia di quotazione in Borsa, non è sempre stata conosciuta sotto l'appellativo di SPAC e non ha sempre posseduto le caratteristiche presentate nei capitoli precedenti. Le sue origini risalgono negli Stati Uniti, durante gli anni Ottanta del secolo scorso, sotto la denominazione di *blank check company*³², che letteralmente significa "società di assegni in bianco". Queste, erano società costituite e quotate con l'unico scopo di fondersi e/o acquisire altre società operative, del tutto prive, dunque, di piani imprenditoriali e di operatività. Con questa prima definizione, sembrerebbero non esistere differenze fra il veicolo appena citato e la SPAC, tuttavia, le *blank check companies* erano ulteriormente classificate dalla SEC³³ come *penny stock*, termine non più appartenente alla netta maggioranza dei veicoli moderni. Con *penny stock* l'autorità di controllo intende le azioni, generalmente di società di piccole dimensioni, che vengono scambiate sul mercato ad un prezzo molto basso. Inizialmente rientravano in questa categoria i titoli scambiati sotto il dollaro, più recentemente la SEC ha modificato la definizione, facendo rientrare tutte le azioni scambiate sotto ai 5 dollari. L'obiettivo è quello di allargare il più possibile la base dei propri investitori, indirizzandosi ai *retail*. Questa pratica fu molto diffusa negli anni Ottanta e diede origine a molti abusi di mercato, fallimenti e frodi. Per questo motivo, si rese necessario l'intervento del legislatore, al fine di

³¹Per l'argomento si è fatto soprattutto riferimento al testo di L. ANDERLONI e M.D. BRAGA, "Il finanziamento delle startup e delle PMI – Un antico tema alla ricerca di nuove soluzioni", Milano, 2019 e al testo di M. FUMAGALLI, "Lo sviluppo della SPAC in Italia", Milano, 2014.

³² Questo termine è utilizzato ancora oggi con riferimento alle SPAC americane.

³³ Securities and Exchange Commission: l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori.

ampliare la regolamentazione e la normativa riguardante queste società speculative e, soprattutto, di tutelare gli investitori. Il congresso degli Stati Uniti, emanò nel 1990 il *Penny Stock Reform Act*, nel quale fu concesso alla SEC il potere amministrativo su emittenti, *broker* e *dealer* di *penny stock*, oltre all'obbligo di divulgare informazioni sul mercato di riferimento. Tuttavia, solo con l'aggiornamento dell'atto attraverso la *Rule 419* nel 1992, sono state introdotte limitazioni considerevoli, che, sebbene siano indirizzate alle *blank check companies*, contraddistinguono le SPAC moderne. Le restrizioni implementate dalla SEC sono le seguenti:

- La presenza di un *escrow account* all'interno del quale vincolare i fondi raccolti;
- Il divieto di negoziazione degli strumenti finanziari della società, prima della *business combination*;
- Un periodo di massimo 18 mesi per poter portare a compimento la ricerca della società Target e la conseguente *business combination*;
- Diritto di recesso concesso ai singoli investitori durante l'assemblea straordinaria.
- L'eventuale restituzione del capitale qualora fosse scaduto il tempo;
- Almeno 80% del capitale raccolto deve essere utilizzato per la *business combination* la società Target;
- Redazione di prospetti economico-finanziari della Target sia prima che dopo l'acquisizione.

Tuttavia, durante gli anni Novanta, questi veicoli societari non erano ancora propriamente quotati ma negoziati sull'OTCBB³⁴ (*Over-the-Counter Bulletin Board*). Solo nel 2005 si assiste all'ammissione delle SPAC da parte del mercato statunitense AMEX³⁵ (*American Stock Exchange*), che nel 2010 contribuisce alle regolamentazioni già esistenti, introducendo nuovi *standard* per la loro quotazione. Rispetto ai limiti precedentemente dettati dalla *Rule 419* della SEC, sono stati aggiunti e modificati i punti riportati di seguito.

- La presenza di un *escrow account* all'interno del quale devono essere vincolati almeno il 90% dei fondi raccolti;
- Un periodo di massimo 3 anni per poter portare a compimento la ricerca della società Target e la conseguente *business combination*;

³⁴ Un mezzo di quotazione degli Stati Uniti gestito dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) per i suoi membri sottoscrittori. La FINRA ha chiuso l'OTCBB l'8 novembre 2021.

³⁵ Dal 2012 conosciuto come il *NYSE MKT LLC*, è un mercato separato dal *New York Stock Exchange* (NYSE).

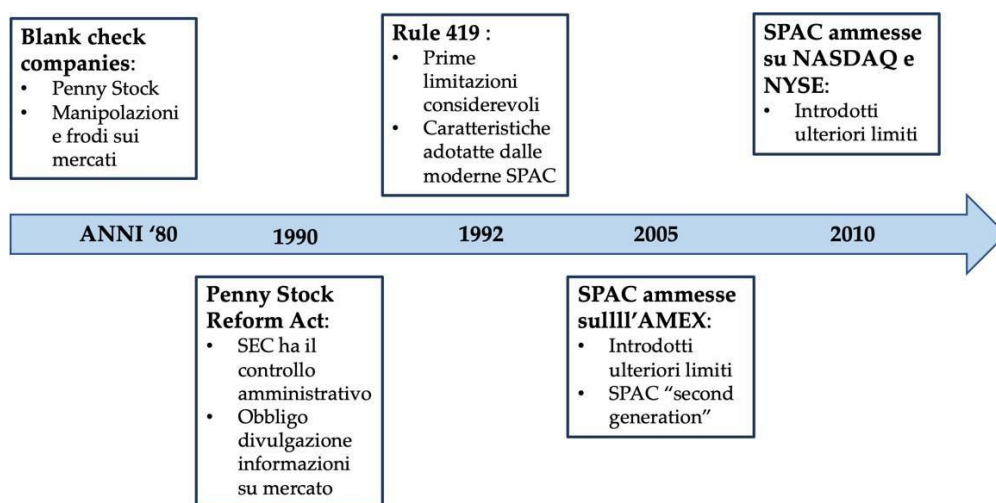
- Esclusione dal voto per l'approvazione della *business combination* per gli *officers, directors* e gli azionisti sopra il 10%;
- I dissenzienti per cui la *business combination* non viene eseguita non può essere inferiore al 10% delle azioni vendute in IPO.

Successivamente la quotazione delle SPAC sbarca sia sul NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) che sul NYSE (*New York Stock Exchange*), con ulteriori limiti da dover rispettare:

- Introduzione di un *Independent Director*, il quale deve approvare, insieme agli azionisti, la *business combination* e la rinuncia, da parte dei promoters, alla liquidazione delle azioni e *warrants*. (Per il NASDAQ);
- Divieto di incassare operazioni differite nel caso di liquidazione della SPAC da parte degli *underwriters*, ovvero le banche collocatrici. (Per il NYSE).

Dal 2010 in avanti la SEC ha costantemente proposto modifiche e nuove regolamentazioni per le SPAC, al fine di consentire una sempre maggiore trasparenza dei veicoli. Dagli anni Duemila, in particolare, si è iniziato a definire le nuove SPAC entranti sul mercato come SPAC di "seconda generazione". Quest'ultime, oltre ad avere una trasparenza nettamente superiore, sono partecipate non più dai piccoli investitori *retail* ma da grandi istituzioni finanziarie, come ad esempio *Merril Lynch* e *Lehman Brothers*.

Figura 2 n. 2: Riassunto delle principali tappe storiche della SPAC.



Fonte: elaborazione propria.

3.2 Le SPAC negli USA³⁶

Come già anticipato, la patria di questo veicolo societario sono gli Stati Uniti, dove recentemente il fenomeno è stato protagonista di una vera e propria ascesa. In particolare, il biennio 2020-2021, ha rappresentato, in assoluto, il periodo di crescita maggiore per le SPAC. Nel primo trimestre del 2021, il mercato statunitense, ha assistito alla quotazione di circa 300 SPAC, per una raccolta di quasi 100 miliardi di dollari. Per comprendere quanto questa realtà abbia spopolato, basti pensare che, questo risultato, supera l'importo totale raccolto dai veicoli durante tutto il 2020, a sua volta considerato un anno record. Sempre con riferimento al primo trimestre del 2021, i dati di *Bloomberg*, forniscono delle evidenze rispetto alla loro ampia diffusione: il 72% delle IPO statunitensi e il 66% del loro valore è rappresentato dalle SPAC. Questo successo americano, secondo un interessante articolo di R. Culicchi e A. Sannini, sarebbe dovuto essenzialmente a tre motivazioni, di seguito riportate.

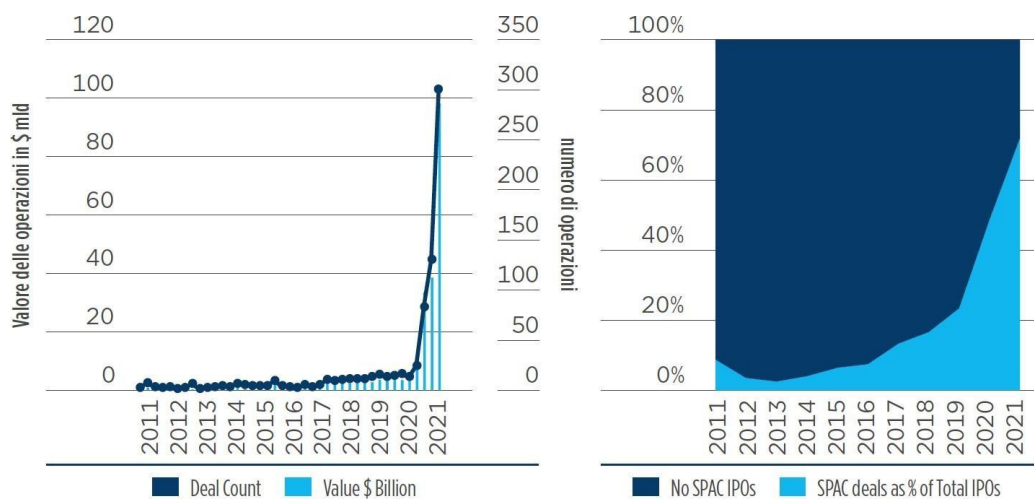
- Negli Stati Uniti, le valutazioni di borsa sono decisamente più elevate rispetto al resto dei mercati mondiali. Questa caratteristica, tuttavia, porta spesso ad avere titoli di società con valori artificialmente alti, dovuti all'esagerata liquidità del mercato. Le SPAC sono in grado di colmare un divario di valore tra i titoli industriali più promettenti per il futuro e i titoli sopravvalutati.
- È difficoltoso per gli investitori riuscire a trovare titoli validi che non siano già sopravvalutati dal mercato. Con le SPAC oltre a semplificare e ridurre i costi dell'IPO per le aziende non quotate, i *promoters* offrono agli investitori i titoli delle matricole con cui avverrà la *business combination*, in settori molto promettenti.
- Dietro l'investimento in una SPAC esiste la logica di medio-lungo periodo, questo porta gli investitori ad avere meno fretta nel disinvestire i propri capitali, rispetto ad un'IPO tradizionale.

Tuttavia, nel mese di Aprile 2021 si è assistito ad un rallentamento del fenomeno, passando da una media di 5 quotazioni di veicoli al giorno ad una dozzina in totale nel mese in questione. Molti analisti hanno attribuito questo raffreddamento al comportamento della SEC, la quale ha posto ulteriori limiti allo sbarco in Borsa da parte dei veicoli. Le motivazioni

³⁶ Per l'argomento si è fatto soprattutto riferimento alla ricerca svolta da V. MORTIER, C. BERTINO e L. FIOROT, "Investment insights blue paper di Amundi", Maggio 2021 e all'articolo di R. CULICCHI e A. SANNINI, Perché il 2021 è l'anno delle Spac: che c'è dietro il boom delle "società veicolo", 15 Aprile 2021.

sono essenzialmente le stesse degli anni Novanta: l'autorità di controllo vuole evitare qualsiasi possibilità di speculazione e proteggere gli investitori più inesperti. L'allerta per la SEC, è apparsa nei primi due mesi del 2021, quando la banca Refinitiv³⁷ ha pubblicato i seguenti dati: le SPAC raccolgono in due mesi 79,4 miliardi di dollari a livello globale, superando i 79 miliardi raccolti nell'intero 2020. Questi risultati, oltre a rappresentare un incentivo per la speculazione, sono stati seguiti da un'ondata di vendite allo scoperto, portando una pressione ribassista sul mercato delle SPAC. Sempre secondo l'analisi di Amundi, un altro aspetto che preoccupa il mercato in questione, è il recente rialzo dei tassi d'interesse nell'obbligazionario. I rendimenti più elevati delle obbligazioni potrebbero distogliere gli investitori dal mantenere i propri soldi "bloccati" in un *escrow account*, riducendone il costo opportunità e inducendoli ad investire in obbligazioni. Infine, per quanto riguarda il futuro delle SPAC in America dopo questo biennio molto intenso, gli esperti si dividono. Alcuni pensano a questo rallentamento come l'inizio della fine di una grande bolla, altri parlano di una leggera flessione non in grado di scalfire il fenomeno. Queste ultime considerazioni verranno meglio approfondite nella parte conclusiva dell'elaborato (5 Conclusioni). Nei grafici che seguono, a sinistra è riportato il valore delle operazioni SPAC in miliardi di dollari e a destra la quota percentuale di SPAC sul totale delle IPO effettuate negli Stati Uniti.

Figura 3 n. 3: Le IPO mediante SPAC condotte sul mercato USA (dati al 31 marzo 2021).



Fonte: Bloomberg.

³⁷ Banca dati ora facente parte del gruppo London Stock Exchange.

3.3 Le SPAC in Italia

Il mercato italiano è stato il pioniere europeo del fenomeno della *Special Purpose Acquisition Company*. Tutt'ora, nonostante le operazioni in termini di capitalizzazione siano nettamente inferiori rispetto a quelle americane, l'Italia continua ad essere fra i primi Paesi ad usufruire di questo veicolo. Di seguito, è riportata una tabella riassuntiva di tutte le SPAC costituite in Italia dal 2011 al 2021.

Tabella 3 n. 6: Le SPAC in Italia, una panoramica delle operazioni dal 2011 al 2021.

N.	SPAC	Data Listing	Raccolta (MLN/€)	Mercato IPO	Business Combination	Target
1	Italy 1 Investments S.A.	Gen. 2011	150	MIV	Apr. 2012	IVS S.p.A.
2	Made In italy 1 S.p.A.	Giu. 2011	50	AIM	Feb. 2013	SeSa S.p.A.
3	Industrial Stars of Italy 1	Lug. 2013	50	AIM	Lug. 2015	LU-VE S.p.A.
4	Space 1	Dic. 2013	130	MIV	Lug. 2015	Fila S.p.A.
5	GreenItaly S.p.A. 1	Dic. 2013	35	AIM	Dic. 2015	Zephyro S.p.A.
6	Space 2	Lug. 2015	300	MIV	Apr. 2017	Avio S.p.A.
7	Capital For Progress 1 S.p.A.	Ago. 2015	51	AIM	Dic. 2016	GPI
8	Glenalta Food	Nov. 2015	80	AIM	Febb. 2017	Gruppo Orsero
9	Industrial Stars of Italy 2	Mag. 2016	51	AIM	Lug. 2017	SIT Group
10	Innova Italy 1	Ott. 2016	100	AIM	Ott. 2018	FineFoods
11	CrescTA	Mar. 2017	130	AIM	Giu. 2018	CellularLine
12	Space 3	Mar. 2017	150	MIV	Dic. 2017	Aquafil
13	Glenalta	Lug. 2017	98	AIM	Lug. 2018	CFT S.p.A
14	Sprint Italy	Lug. 2017	150	AIM	Lug. 2018	Sicit Group
15	EPS equita Pep SPAC	Ago. 2017	150	AIM	Mag. 2018	Industrie Chimiche Forestali S.p.A.
16	Capital For Progress 2 S.p.A.	Ago. 2017	65	AIM	Ott. 2018 (1)	ABK
17	Spactiv	Sett. 2017	90	AIM	Sett. 2019 (1)	-
18	Industrial Stars of Italy 3	Ott. 2017	150	AIM	Apr. 2019	Salcef
19	IdeaMI	Dic. 2017	250	AIM	-	-
20	Space 4	Dic. 2017	300	MIV	Dic. 2018	Guala Closures
21	ALP.I	Feb.2018	100	AIM	Apr. 2019	Antares Vision
22	SPAXS	Feb. 2018	600	AIM	Sett. 2018	Illimity Bank
23	VEI 1	Feb. 2018	100	AIM	-	-
24	Life Care Capital	Mar. 2018	140	AIM	-	-
25	Gabelli Value for Italy	Apr. 2018	110	AIM	-	-
26	Archimede	Mag. 2018	47	AIM	Dic. 2018	Net Insurance S.p.A.
27	The SPAC	Ago. 2018	60	AIM	Ott. 2018	Franchi Umberto Marmi
28	Gear 1	Feb. 2019	30	AIM	Feb. 2019	Comer Industries S.p.A.
30	Revo	Mag. 2021	200	AIM	Nov. 2021	Elba Assicurazione S.p.A
31	Industrial Stars of Italy 4	Lug. 2021	138	EGM	-	-

LEGENDA:

Trovata la Target ma mancata Business Combination

(1) Si fa riferimento alla data di approvazione in questo caso

SPAC liquidate per mancata Target

In fase di ricerca della Target

Fonte: elaborazione propria.

La storia delle SPAC italiane comincia nel gennaio del 2011 con la quotazione del veicolo societario “*Italy 1 Investment S.A.*” sul MIV, con un capitale raccolto di 150 milioni. Il veicolo perfeziona la propria *business combination* nell’aprile del 2012, portando sul mercato IVS S.p.A., società leader del *foodservice*. Dal 2011 al 2016 il fenomeno delle SPAC in Italia non ha sicuramente spopolato, in sei anni sono stati costituiti e perfezionati solamente 10 veicoli, con una media annuale inferiore a due. È solamente a partire dal primo trimestre dell’anno successivo che si assiste ad una vera e propria esplosione di SPAC sul mercato italiano. Solo nel 2017 si raggiunge un numero pari al totale dei sei anni precedenti, mentre il 2018 conta la creazione di 8 veicoli societari e si aggiudica, indiscutibilmente, il titolo di anno record in termini di capitalizzazione. A confermarlo, sono stati i dati dell’osservatorio BDO³⁸, segnalando gli 1,157 miliardi raccolti attraverso le quotazioni delle SPAC, su un totale di 1,3 miliardi delle IPO totali.³⁹ In particolare, è degno di menzione il veicolo societario “*Spaxs*”, con cui è avvenuta la successiva fusione con Banca Interprovinciale nel settembre del 2018. “*Spaxs*” ha infatti portato su AIM un capitale pari a 600 mln e, ancora oggi, detiene il primato della capitalizzazione maggiore fra le SPAC italiane. Attualmente, il capitale raccolto e immesso sui mercati di Borsa Italiana da parte delle operazioni attraverso le SPAC ammonta circa a 3 miliardi e 767 milioni di euro. Un aspetto che pare evidente osservando la tabella sopra riportata è la predilezione della maggioranza dei veicoli di optare per la quotazione sul mercato AIM, segmento dedicato alle piccole e medie imprese italiane. La motivazione principale risiede nel fatto che AIM, dal 2021 identificato come *Euronext Growth Milan*, è un mercato non regolamentato, per cui gli obblighi a cui adempiere e le restrizioni sono inferiori rispetto ad un mercato regolamentato come il MIV.

Un altro aspetto che interessa la presente analisi riguarda la dinamicità delle società Target, ovvero comprendere come queste si siano comportate una volta approdate sul mercato borsistico.⁴⁰ Nella tabella sottostante sono segnalate solamente 24 Target, in quanto il 19,3% dei veicoli ha dovuto rinunciare alla fusione e/o acquisizione con un’azienda (3 per

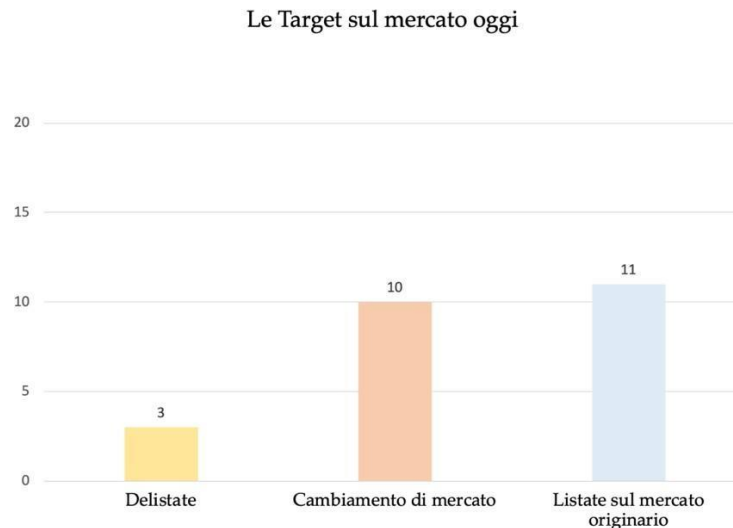
³⁸ L’Osservatorio BDO Italia Osservatorio Information Security & Privacy promosso dalla School of Management del Politecnico di Milano.

³⁹ Dati dell’Osservatorio Bdo sulle Ipo del 2018 nel segmento della Borsa dedicato alle PMI.

⁴⁰ Per quanto riguarda la risposta del mercato alle quotazioni di queste 24 Target, si rimanda, ad uno studio da parte della professoressa Luisa Anderloni riguardante la dinamica dei prezzi di borsa, il primo giorno di quotazione dopo la *business combination* e dopo un anno. L’analisi, tuttavia, essendo stata compiuta nel 2019 non è comprensiva degli anni successivi. Testo di L. ANDERLONI e M.D. BRAGA, “Il finanziamento delle startup e delle PMI – Un antico tema alla ricerca di nuove soluzioni”, Milano, 2019.

mancanza di Target allo scadere del tempo, altre 3 per mancata approvazione della *business combination*) e “*Industrial Stars of Italy 4*” è ancora alla ricerca della sua potenziale Target.

Figura 3 n. 5: Le SPAC in Italia, i cambiamenti delle Target dalla loro quotazione (i dati riportati al 3 maggio 2022).



Fonte: elaborazione propria.


Come si può osservare dai dati riportati nella tabella “le Target sul mercato oggi”, la maggioranza (45,8%) ha mantenuto la propria posizione sul segmento di origine e la minoranza, corrispondente ad un 12,5%, ha optato per un successivo delisting. Il restante 41,6% ha compiuto il passaggio da un segmento di mercato ad un altro, 7 su 10 delle Target in questione hanno cambiato dall’*Euronext Growth Milan* all’attuale *Euronext Star Milan*⁴¹. Questo è sicuramente un indicatore positivo per le aziende quotate, le quali hanno dimostrato di aver conquistato ulteriori requisiti di eccellenza (trasparenza, liquidità e standard internazionali di *governance*). Tuttavia, è facilmente notabile dalla tabella precedente (3.3) come il fenomeno, dopo aver raggiunto il suo picco nel biennio 2017-2018, nel 2019 si riduca drasticamente con la quotazione di un solo veicolo. L’anno successivo, la pandemia globale azzerò le nuove quotazioni sui mercati ma nel 2021 si parla di 2 nuove costituzioni. Ci si potrebbe domandare come mai negli Stati Uniti d’America il fenomeno abbia raggiunto il suo picco nel 2020-2021, mentre in Italia sembrerebbe ormai sorpassato e non più di “tendenza” da qualche anno. La risposta, in parte, è riconducibile al fatto che, molte fra le ultime SPAC, costituite da promotori italiani, abbiano spostato i loro orizzonti,


⁴¹ STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) Segmento della Borsa Italiana nel quale vengono negoziati titoli di società con media capitalizzazione (in Italia tra i 40 milioni e 1 miliardo di euro). Il segmento era precedentemente denominato MTA STAR.

scegliendo la quotazione su mercati esteri. Di seguito è riportata una tabella che riassume tutti i veicoli societari sopra citati.

Tabella 3 n. 7: Le SPAC in Italia, una panoramica delle SPAC promosse da italiani e ricolte all'estero.

N.	SPAC	Data Listing	Raccolta (MLN/)	Mercato IPO	Business Combination	Target
1	Dutch Star Companies One	Febb. 2018	55,36	EXT Amsterdam	Febb. 2020	CM.com.
2	Galileo Aquisition Corp	Ott. 2019	138	NYSE	Sett. 2021	Shpeways Inc
3	Investindustrial Acquisition Corp	Nov. 2020	493	NYSE	Dic. 2021	Gruppo Ermenegildo Zegna
4	Americas Technology Acquisition Corp	Dic. 2020	115	NYSE	-	-
5	Spac SciON Tech Growth I	Dic. 2020	500	NYSE	-	-
6	Centricus Acquisition Corp	Febb. 2021	345	NYSE	Sett. 2021	Arqit
7	360 Disruptech EU	-	-	EXT Parigi	-	-
8	Vam Investment Spac	-	-	EXT Amsterdam	-	-

 SPAC costituite ma non ancora quotate

 In fase di ricerca della Target

Fonte: elaborazione propria.

L'ondata americana dell'ultimo biennio si sta, quindi, lentamente ripercuotendo in Europa, richiamando anche l'attenzione dei promotori italiani. In particolare, il *Venture Capital* italiano *360 Capital* introduce per la seconda volta una SPAC a Parigi, "*360 Disruptech EU*". Questa, con l'obiettivo di una raccolta di 250 milioni, ha intenzione di perfezionare la *business combination* con un'azienda tecnologica europea con un valore azionario compreso tra 1 miliardo di euro e fino a 4 miliardi di euro. Per quanto riguarda i Paesi Bassi, invece, questi sono la meta prediletta in Europa, mentre gli U.S.A. rimangono quella più ambita a livello globale. Tuttavia, rimane il fatto che il mercato italiano abbia osservato un evidente decremento della costituzione e quotazione di questi veicoli societari. Come per gli Stati Uniti, le teorie sul *trend* delle SPAC sono varie e non ancora così consolidate da poter dare una chiara visione del futuro di questi veicoli in Italia e in Europa in generale.

CAPITOLO 4: Il caso GPI

In quest'ultimo capitolo l'intento è stato quello di approcciare le SPAC, fino ad ora descritte nei loro tecnicismi e nella loro teoria, attraverso la praticità e concretezza di un caso reale. Il caso in questione è quello relativo alla SPAC Capital for Progress 1 che, dopo la quotazione sull'AIM nell'agosto del 2015, perfeziona la *Business Combination* con GPI S.p.A nel dicembre dell'anno successivo. In primo luogo, verrà fornita una descrizione della *Special Purpose Acquisition Company* in questione, con tutte le sue peculiarità (4.1). A seguire, un sotto capitolo (4.2) dedicato all'azienda GPI, presentata nell'ottica della sua potenzialità di Target nell'anno della fusione con CFP 1 S.p.A⁴². Si cercherà di chiarire come la Società abbia destato l'interesse dei Promotori e quali siano state le mosse che l'hanno condotta fino al listing sul mercato. Infine, dopo l'analisi della *Business Combination* (4.3), il paragrafo conclusivo (4.4) è dedicato ad un approfondimento sulle performance economiche della Società Target post quotazione. Tenteremo di osservare come l'entrata in Borsa ha reso GPI la Società di oggi.

4.1 La Spac Capital for Progress 1⁴³

La struttura

La Spac Capital For Progress 1, iscritta presso l'Ufficio del Registro delle Imprese di Milano, è stata costituita in data 11 maggio 2015 in forma di Società a Responsabilità Limitata con un capitale sociale di 15.000 euro. I Promotori, nonché amministratori della stessa sono Antonio Perricone, Caio Massimo Capuano e Marco Fumagalli con il ruolo di presidente. In data 25 giugno, è stata deliberata la trasformazione di Capital For Progress da Società a Responsabilità Limitata a Società per Azioni con denominazione sociale "Capital For Progress 1 S.p.A." È stato, dunque, istituito un organo di controllo con cinque membri di cui il presidente del collegio sindacale, due sindaci e due supplenti. Il Consiglio di Amministrazione ha dovuto integrare l'Amministratore Indipendente Franco Moscetti, in seguito alla trasformazione omogenea progressiva. Infine, il 23 luglio è stata nominata la segretaria del C.d.A., Alessandra Bianchi. Lo statuto di CFP1 S.p.A., aveva per oggetto⁴⁴:

⁴² Capital For Progress 1 S.p.A.

⁴³ Per questo capitolo si è fatto riferimento alla presentazione della SPAC CFP1 del 2015 ai soci investitori e al Documento di Ammissione del 28 luglio 2015.

⁴⁴ Statuto di Capital For Progress 1 S.p.A.

- a. La ricerca e la selezione di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altre imprese e/o di altre forme di potenziale aggregazione con altre imprese attraverso, a mero titolo esemplificativo, fusione, sottoscrizione di azioni, conferimento (ciascuna operazione, a seconda del caso, l'“Operazione Rilevante”⁴⁵);
- b. La realizzazione dell'Operazione Rilevante. L'Operazione Rilevante potrà essere realizzata solo a seguito della preventiva modifica dell'oggetto sociale in modo tale che lo stesso preveda, oltre all'attività di amministrazione e gestione di partecipazioni, anche lo svolgimento dell'attività di impresa dell'impresa individuata per l'aggregazione;
- c. La Società può compiere tutte le operazioni strumentali che saranno ritenute utili dal Consiglio di Amministrazione per il conseguimento dell'oggetto sociale, con esclusione di attività finanziarie riservate nei confronti del pubblico e di ogni altra attività riservata ai sensi di legge.

Infine, la Società è stata iscritta presso l'Ufficio del Registro delle Imprese di Milano.

Figura 4 n. 6: La Spac Capital For Progress 1. Logo della SPAC 2015.



Fonte: Sito di Capital For Progress.

I Promotori

I Promotori sono coloro che compongono il Consiglio di Amministrazione della SPAC e sono investiti di poteri ordinari e straordinari per il compimento degli atti necessari al conseguimento dell'oggetto sociale. Il *team* è composto da professionisti esperti, che godono di un'ottima reputazione nel mondo dell'*investment banking* e del *private equity*. Di seguito è fornito un elenco delle principali posizioni lavorative ricoperte fino alla data di costituzione della SPAC.

Caio Massimo Capuano:

- Presidente di *IW Bank*, secondo *broker* italiano per volumi;

⁴⁵ Altro termine per indicare la Business Combination.

- Precedentemente Amministratore Delegato di Centrobanca, *corporate & investment bank* del Gruppo UBI Banca;
- Per 12 anni Amministratore Delegato di Borsa Italiana;
- Per 12 anni Senior Partner *McKinsey*.

Antonio Perricone:

- Attualmente (nel 2015) CEO di *Amber Capital Italia SGR*;
- Per 15 anni partner di BS Investimenti, uno dei più attivi operatori di *private equity* italiani;
- Deal completati personalmente: *Polybox*, *Guala Closures*, *Salmoiraghi & Viganò*, *Logic Control*, *Carapelli*, *Quidnovi*, *Segesta*, *Ducati*;
- Precedenti esperienze nell' *investment banking* in Europa e USA.

Marco Fumagalli:

- 13 anni di esperienza nel *capital markets* in Centrobanca con imprese *mid-size* di diversificati settori industriali;
- *Advisor* e strutturatore delle prime SPAC italiane;
- Vasta esperienza nel montaggio di operazioni straordinarie.

La Target

Il mercato prescelto per la quotazione di Capital For Progress S.p.A. è AIM Italia, con l'esplicita volontà di passare al MTA, preferibilmente sul segmento STAR, una volta compiuta la *Business Combination*. Gli amministratori hanno stabilito, oltre al periodo massimo di 24 mesi per la selezione della Target, ulteriori criteri da rispettare, tra cui essere una *Mid Cap* Italiana con un *Equity Value* tra i 120 e i 200 milioni di euro. Inoltre la Società in questione dovrà appartenere a settori di nicchia ed essere un potenziale *leader* a livello mondiale od europeo. I Promotori hanno escluso, a priori, i settori di *Real Estate*, Finanza, Biotecnologie, Energie Rinnovabili, *Start-Up* e *Turnaround*. È stata specificata un'ulteriore preferenza riguardante le Società a controllo familiare e le Società partecipate da fondi di *private equity*. Questi fondi potrebbero non essere intenzionati a continuare il finanziamento o l'immissione di nuovi capitali nella Target. Per questo, infatti, la prospettiva della quotazione potrebbe rappresentare un'*exit* dall'investimento, mentre per la famiglia un più rapido accesso a nuovi capitali.

Le Azioni

Le dimensioni dell'offerta sono state stabilite fra i 50 e i 60, 5 milioni di euro, attraverso la creazione di due categorie di Azioni:

- Categoria A: Azioni Ordinarie⁴⁶ riservate agli investitori, quotate sul mercato AIM;
- Categoria B: Azioni Postergate⁴⁷ riservate ai Promotori e e/o a *Corner investors*⁴⁸, non quotate, con *full lock-up*. Le risorse investite dai *Promoters* saranno utilizzate dalla SPAC per pagare le commissioni dell'IPO, gli altri costi di quotazione e le spese operative post IPO.

I titoli offerti saranno, dunque, rappresentati da un numero di Azioni Ordinarie compreso fra i 5 e i 6,5 milioni a 10 euro ciascuna. Il 100% del capitale raccolto in IPO è versato nell'*escrow account* con la maturazione di interessi attivi, i quali verranno utilizzati per le spese operative della Società.

I Warrant

Saranno offerti 2 *Warrant* gratuiti ogni 10 Azioni Ordinarie all'IPO e, per i soli azionisti che non recedono, 3 ulteriori *Warrant* gratuiti ogni 10 Azioni Ordinarie alla *Business Combination*. I *Warrant* quotati su AIM saranno quindi tra i 2,5 e i 3,250 milioni. Il periodo di esercizio è di 5 anni successivi alla *Business Combination*. Il prezzo di sottoscrizione delle nuove Azioni è variabile, determinato dal C.d.A. della Società post *Business Combination* in funzione delle esigenze di cassa. Il prezzo potrà variare tra 0,1 € (esercizio sostanzialmente *cashless*) e 9,50 € (esercizio tradizionale), con conseguente variazione del Rapporto di Esercizio. Il rapporto di esercizio è dato dalla formula:

$$\frac{(\text{quotazione Azioni A} - 9,5 \text{ €})}{(\text{quotazione Azioni A} - \text{Prezzo di Sottoscrizione})}$$

La remunerazione dei Promotori

Per quanto riguarda la remunerazione dei Promotori, questa avverrà solo a *Business Combination* approvata e sarà attribuito loro il 3% dei capitali raccolti (fino a 1,8 milioni di € investito in massime 180.000 Azioni B postergate, senza diritto di voto, al medesimo prezzo di 10 €), attraverso la conversione di 1 Azione B in 6 Azioni A come segue:

- 25% delle Azioni B alla *Business Combination*.

⁴⁶ Le Azioni Ordinarie della Società sono nominative, liberamente trasferibili, prive di indicazione del valore nominale, godimento regolare e assoggettate al regime di dematerializzazione ai sensi degli articoli 83-bis e seguenti del TUF e dei relativi regolamenti di attuazione e sono immesse nel sistema di gestione accentrata gestito da Monte Titoli.

⁴⁷ Azioni che hanno diverse modalità di partecipazioni alle perdite. L'azione dunque subisce la perdita solo dopo il totale annullamento delle altre Azioni.

⁴⁸ Gli investitori di riferimento sono investitori istituzionali principali a cui vengono assegnate Azioni di una società prima della sua IPO.

- 35 % se il prezzo delle Azioni A raggiunge € 11 entro 28 mesi dall'efficacia della *Business Combination*.
- 40 % se il prezzo delle Azioni A raggiunge € 12 entro 28 mesi dall'efficacia della *Business Combination*.
- Per il raggiungimento delle soglie, il prezzo di mercato delle Azioni A deve mantenersi sopra la soglia per almeno 15 giorni su un periodo di 30 giorni di negoziazione.
- Per i *Promoters* non sono previsti *Warrant*.

Inoltre, è previsto un *lock-up* per gli stessi, di 12 mesi a partire dalla conversione in Azioni A Ordinarie di ciascuna tranches di Azioni B. In caso di recessi i *Promoters* rinunceranno proporzionalmente alle loro Azioni B (e, quindi, al loro guadagno) trasformandole in A nel rapporto di 1:1.

Il diritto di recesso

L'Operazione Rilevante sarà sottoposta al giudizio dei soci investitori di CFP1 S.p.A. attraverso la regolare convocazione di un'Assemblea. I possessori delle Azioni Ordinarie che non avranno partecipato all'Assemblea per l'approvazione della *Business Combination* e/o coloro che non approveranno la Società Target e, conseguentemente, il cambiamento dell'oggetto sociale della SPAC, potranno esercitare il diritto di recesso. L'Operazione Rilevante non si considererà approvata se sussisteranno entrambe le seguenti condizioni:

- Il diritto di recesso, in seguito alla mancata approvazione della *Business Combination* e del nuovo oggetto sociale, verrà esercitato da tanti soci che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale;
- Il completamento del procedimento di liquidazione di tali soci recedenti⁴⁹ mediante rimborso o annullamento di un numero di azioni pari o superiore al 30% del capitale sociale.

In caso di liquidazione gli investitori otterranno la restituzione del 100% del capitale investito e l'investitore che recede manterrà n. 2 (due) *Warrant* ogni n. 10 (dieci) Azioni Ordinarie sottoscritte in sede di IPO. Qualora l'Operazione Rilevante non venisse approvata da parte dei soci investitori, il *management team* può impegnarsi nella ricerca di una nuova società Target fino allo scadere del tempo concesso. Se la ricerca non giungesse a buon fine o non venisse nuovamente approvata una volta scaduto il termine, la SPAC deve essere liquidata.

⁴⁹ Ai sensi dell'articolo 2437-quater del codice civile.

Le peculiarità di CFP1 S.p.A.

Alcune SPAC non restituiscono il 100% dei fondi investiti, in caso di liquidazione, ma una percentuale minore. In tal caso gli investitori sostengono parte delle spese della SPAC riducendo il rischio della perdita del Capitale dei Promotori. CFP1, invece, in caso di liquidazione o di recesso da parte dell'investitore, restituisce il 100% del capitale e lascia all'investitore che recede 2 Warrant ogni 10 Azioni sottoscritte in IPO. Inoltre, quando gli interessi attivi erano su livelli importanti, la liquidità degli investitori contribuiva in maniera sostanziale al pagamento delle spese della SPAC, riducendo, ancora una volta, il rischio di perdita del capitale dei Promotori. Gli interessi maturati dai fondi raccolti e depositati nell'*escrow account* di CFP1, agli attuali tassi, hanno un rendimento pressoché nullo, quindi i *Promoters* rischiano realmente il proprio investimento. Un altro aspetto interessante rilevato da Perricone, Fumagalli e Capuano, riguarda la partecipazione degli stessi all'investimento. Infatti non è corretto affermare che, se i Promotori forniscono maggiore denaro alla SPAC questo sia un segnale per forza positivo, poiché così facendo essi hanno più Azioni convertibili ed assorbono una maggiore quota della ricchezza creata. Tutte le SPAC quotate fino ad ora, prevedono un numero di Azioni Speciali dei Promotori fisso, indipendentemente dai recessi. Così facendo, la loro remunerazione aumenta anche se alcuni investitori recedono. Al contrario, i Promotori di CFP1, avranno Azioni Speciali pari al 3% dei capitali raccolti. Se l'ammontare dei fondi alla *Business Combination* diminuirà, si sono impegnati a restituire alla SPAC, al prezzo di sottoscrizione, le Azioni Speciali corrispondenti. Infine, in alcune SPAC, i Promotori, hanno strumenti di apprezzamento con un orizzonte temporale (5/10 anni), nel quale i risultati della Società dipenderanno da fattori certamente estranei alla *Business Combination* ed anche all'eventuale successiva azione in Consiglio di Amministrazione degli stessi. Gli amministratori del veicolo CFP1 non possiedono *Warrant*, le Azioni Speciali, potranno convertirsi in Ordinarie, in funzione del prezzo raggiunto da queste ultime ma solo entro 28 mesi dalla *Business Combination*.

Altri attori

Alla quotazione in Borsa della SPAC hanno partecipato i seguenti soggetti con i rispettivi ruoli:

Tabella 4 n. 8: La Spac Capital for Progress 1 S.p.A., gli ulteriori soggetti coinvolti e i loro ruoli

Soggetto	Ruolo
Banca IMI S.p.A.	Nominated Adviser, Specialista, Global Coordinatori e Joint Bookrunner
Banca Akros S.p.A.	Joint bookrunner
KPMG S.p.A.	Società di revisione
Studio legale Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners	Legale di CFP1 S.p.A.

Fonte: elaborazione propria.

L'IPO

Il 28 luglio 2015, CFP1 S.p.A. presenta il Documento di Ammissione a Borsa Italiana in cui è dichiarato che il capitale sociale interamente sottoscritto e versato ammonta a 57.000 euro, suddiviso in 57.000 Azioni Ordinarie prive di indicazione del valore nominale che verranno convertite in Azioni Speciali alla data di avvio delle negoziazioni nel rapporto di 10 Azioni Ordinarie per ogni 1 Azione Speciale. Il 30 luglio è eseguito un ulteriore aumento di capitale da parte dei Promotori per un capitale sociale totale di 71.760 euro, suddiviso in 2014.600 Azioni Ordinarie, anch'esse prive di valore nominale, che verranno convertite in Azioni Speciali nel rapporto di 1 Azione Ordinaria per ogni 1 Azione Speciale. Il 31 luglio 2015 CFP1 S.p.A. è ammessa e collocata sul mercato AIM Italia con una raccolta di 51,1 milioni di euro. Sono dunque, state emesse, 5.110.000 Azioni Ordinarie a 10 euro l'una con abbinamento di 2 *warrant* ogni dieci Azioni Ordinarie. L'Offerta è rivolta:

- (i) agli investitori qualificati italiani⁵⁰ e, nei limiti consentiti dalle leggi locali applicabili, all'estero, con esclusione di Stati Uniti, Australia, Canada e Giappone⁵¹, fatte salve le eventuali esenzioni previste dalle leggi applicabili (gli "Investitori Qualificati");
- (ii) altre categorie di investitori purché l'offerta sia effettuata con modalità tali che consentano alla Società di beneficiare di un'esenzione dagli obblighi di offerta di cui all'art. 100 del TUF e all'art. 34-ter del Regolamento 11971 (gli "Investitori Non Qualificati").

Alla data di avvio delle negoziazioni Intesa Sanpaolo *Private Banking*⁵² è la banca depositaria dove vengono trattenuti i 51,1 milioni raccolti. Il 28 luglio, data di presentazione del Documento di Ammissione, la Società non ha ancora intrapreso alcuna valutazione di Operazione Rilevante né ha l'intenzione di avviare una *due diligence* o delle trattative con una Target, fino alla data di ammissione delle Azioni Ordinarie dei Warrant sull'AIM Italia (31 luglio). La SPAC ha tempo fino al 31 luglio 2017 per portare a termine l'Operazione

⁵⁰ Come definiti all'art. 34-ter, comma 1, lett. b) del Regolamento 11971.

⁵¹ Ai sensi della Regulations dello United States Securities Act del 1933.

⁵² Società appartenente al gruppo bancario Intesa Sanpaolo.

Rilevante, previa approvazione da parte dell'Assemblea dei soci della SPAC e previa modifica dell'oggetto sociale di CFP1 (attraverso le modalità descritte precedentemente). Infatti quest'ultima deve adattare l'oggetto sociale a quello conseguito dall'azienda che verrà selezionata come Target. Di seguito la tabella n. 9 che illustra la composizione dell'azionariato alla data del documento di ammissione e la conversione delle Azioni Ordinarie in Azioni Speciali alla data di avvio delle negoziazioni (rapporto 1:1).

Tabella 4 n. 9: La Spac Capital for Progress 1 S.p.A., la compagine sociale di CFP1 e la conversione delle Azioni Ordinarie in Azioni Speciali.

Azioni Ordinarie							
Soci	Alla data del Documento di Ammissione	%	Aumento di Capitale Promotori	Aumento di Capitale Investitori	Conversione in Azioni Speciali	Post Offerta	
Tempestina S.r.l.	19.000	33,3%	49.200		(68.200)	0	0,0%
GICO S.r.l.	19.000	33,3%	49.200		(68.200)	0	0,0%
Leviathan S.r.l.	15.200	26,7%	39.360		(54.560)	0	0,0%
Bianchi Alessandra	3.800	6,7%	9.840		(13.640)	0	0,0%
Mercato				5.110.000		5.110.000	100,0%
Totale	57.000	100,0%	147.600	5.110.000	(204.600)	5.110.000	100,0%
Azioni Speciali							
Soci	Alla data del Documento di Ammissione	%	Conversione in Azioni Speciali 10:1	Conversione in Azioni Speciali 1:1		Post Offerta	
Tempestina S.r.l.	0	0,0%	1.900	49.200		51.100	33,3%
GICO S.r.l.	0	0,0%	1.900	49.200		51.100	33,3%
Leviathan S.r.l.	0	0,0%	1.520	39.360		40.880	26,7%
Bianchi Alessandra	0	0,0%	380	9.840		10.220	6,7%
Mercato	0	0				0	0,0%
Totale	0	0,0%	5.700	147.600	0	153.300	100,0%

53

Fonte: Documento di Ammissione di CFP1 S.p.A.

⁵³ Tempestina S.r.l., Gico S.r.l. e Leviathan S.r.l. sono rispettivamente le società, attraverso le quali, in qualità di Amministratori Unici, Antonio Perricone, Massimo C. Capuano e Marco Fumagalli detengono le azioni della SPAC.

4.2 GPI come Target nel 2016⁵⁴

Chi sono

Fausto Manzana è il Presidente e Amministratore delegato di GPI, acronimo di Gruppo per l'Informatica. Manzana fonda la Società nel 1988 a Trento, creando una delle realtà aziendali più importanti in Italia nel campo dei servizi informativi e amministrativi per le strutture sanitarie italiane pubbliche e private. L'azienda, che fino al 2006 è una S.r.l., diviene una Società per Azioni ma mantenendo un assetto concentrato sul *team* di esperti che Manzana ha reclutato negli anni. Nel 2016, anno della *due diligence* di Capital For Progress 1, GPI è la capofila di un Gruppo con molte imprese controllate o partecipate. La loro *mission* dal 1988 continua ad essere quella di *“accompagnare le organizzazioni socio-sanitarie nel miglioramento continuo dei processi e nell'innovazione dei modelli di assistenza, cura e prevenzione.”*⁵⁵

Cosa fanno

Le aree strategiche di GPI sono essenzialmente cinque:

1) Sistemi informativi:

- Sistema Informativo Amministrativo (incluso HR);
- Sistema Informativo Ospedalieri;
- Sistema Informativo Sanitario Territoriale;
- Sistema Informativo Socio-Assistenziale e Infrastruttura SW per Telemedicina e Telecare;
- Portali di accesso a servizi e contenuti.

2) Servizi amministrativi per la sanità:

- Servizi ausiliari a carattere amministrativo: CUP e contact center, servizi di frontende back-office;
- Servizi sanitario-assistenziali e sociali domiciliari.

3) Logistica e robotizzazione:

- Infrastruttura hardware e software per la gestione completa del farmaco in ospedale;
- Sistema di automazione per la logistica ospedaliera e farmaceutica.

⁵⁴ Per questo capitolo si è fatto riferimento alla presentazione di GPI del 2016, utilizzata per l'esposizione del Gruppo ai Promotori di Capital For Progress 1 S.p.A. e al Documento Informativo per la fusione per incorporazione di CFP1 in GPI, del 5 settembre 2016.

⁵⁵ Sito internet di GPI.

4) Servizi professionali IT:

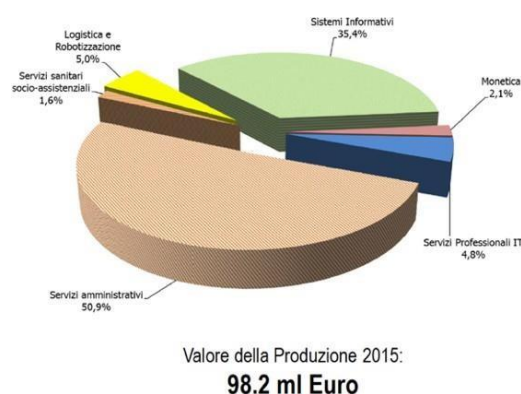
- Servizi di DeskTop Management e Servizi Sistemistici Professionali;
- Global Assistance Service e Global Service ICT;
- Prodotti e servizi IT di Business Intelligence.

5) Monetica:

- Gestione pagamenti elettronici controllo incassi;
- Gestione POS.

Inoltre, GPI ha incrementato negli anni l'attività di R&D, rimasta un caposaldo nelle sue intenzioni strategiche. Queste attività, co-finanziate con fondi pubblici, sono state sviluppate attraverso due specifici canali: il centro ricerche GPI e la struttura tecnica del gruppo. Nel 2015, l'azienda assume la seguente conformazione per quanto riguarda il contributo, apportato dalle diverse aree strategiche, al valore della produzione nell'anno di riferimento.

Figura 4 n. 7: GPI come Target nel 2016. Valore della produzione 2015 suddiviso per ASA⁵⁶.



Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Il mercato di riferimento di GPI è quello della Sanità e dei servizi sociali. Tuttavia, dal grafico soprastante si intuisce che i settori principali in cui opera sono molteplici.

- Servizi informativi: erogano prestazioni raggiungendo una platea di oltre 18 milioni di persone, gestiscono circa 17 milioni di contatti, con 2.800 operatori impegnati quotidianamente nella gestione delle attività. L'ASA Sistemi Informativi al 31 dicembre 2015 ha rappresentato circa un terzo dei ricavi del Gruppo. GPI ritiene di

⁵⁶ Area strategica d'affari.

collocarsi al terzo posto tra gli operatori nazionali in termini di dimensioni e al primo posto per livello di marginalità operativa.

- Servizi amministrativi: la dimensione del mercato dei Servizi Amministrativi di prenotazione e front-end per la Sanità Pubblica in Italia – secondo l'indagine condotta da Netics⁵⁷ – è stata di circa 270 milioni di Euro nel 2014 con una quota di mercato del Gruppo GPI pari a circa il 14%. Secondo l'indagine di Netics il mercato della telemedicina in Italia ha una dimensione – per la sola componente pubblica – pari a 60 milioni di Euro. I servizi amministrativi al 31 dicembre 2015 hanno rappresentato circa la metà dei ricavi del Gruppo. GPI ritiene di essere leader in Italia, raggiungendo una platea di circa 18 milioni di persone su tutto il territorio nazionale.
- Logistica e Robotizzazione: un mercato attualmente in fase di sviluppo e potenzialmente vasto. Infatti, attualmente le principali categorie di clienti sono le strutture sanitarie e le farmacie private, tuttavia le soluzioni tecnologiche e di prodotto possono essere adattate ad altri settori, come quello della distribuzione e quello manifatturiero. Grazie all'acquisizione della Società tedesca *Riedl GmbH* nel 2014, il Gruppo è riuscito a rafforzare il proprio posizionamento in questo mercato, in particolare nella sanità pubblica.
- Monetica: è un settore piuttosto marginale per la contribuzione ai ricavi di GPI, ma significativa in termini di redditività, i principali competitors del mercato sono i principali istituti di credito e produttori di registratori di cassa.

Organizzazione sul territorio

Il gruppo è cresciuto rapidamente, grazie anche ad alcune acquisizioni, giungendo ad un importante posizionamento in Italia (un'ampia base di clienti in 20 regioni italiane) ed avviando un processo di espansione in alcuni mercati esteri. In particolare, nel 2016, sono presenti anche in Germania, Emirati Arabi Uniti, Mozambico, Brasile e Cile.

⁵⁷ Testata di riferimento per tematiche riguardanti il Digitale e la Pubblica Amministrazione.

Figura 4 n. 8: GPI come Target nel 2016. La presenza sul territorio di GPI S.p.A.



Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Organizzazione del gruppo

Il capitale sociale di GPI nel 2016 ammonta a 8.000.000 di euro, suddiviso in 8.000.000 Azioni Ordinarie con valore nominale di 1 euro. Gli azionisti del Gruppo sono FM S.r.l., ovvero la holding della famiglia Manzana, che detiene 7.174.400 Azioni (l'89,68%), consentendo loro il controllo del Gruppo e il fondo ICT⁵⁸ gestito dalla Società Orizzonte SGR con le restanti 825.600 Azioni GPI (10,32%). Inoltre, nel dicembre del 2013, la Società avvia la sua prima apertura al mercato con l'emissione di minibond. Il Consiglio di Amministrazione è composto da 7 membri, indicati nella tabella seguente.

Tabella 4 n. 10: GPI come Target nel 2016. I componenti del CDA di GPI S.p.A.

Nome e cognome	Carica
Fausto Manzana	Presidente e AD
Sergio Manzana	Consigliere delegato
Dario Manzana	Consigliere
Andrea Mora	Consigliere
Aldo Napoli	Consigliere
Massimo Corciulo	Consigliere
Dario Albarello	Consigliere

Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Come è stato anticipato, la storia di GPI è caratterizzata da un considerevole numero di partecipazioni di controllo e di minoranza in altre compagnie. Questo processo di espansione inizia nel 2010 quando acquisisce ed incorpora per fusione il 100% di Logistica

⁵⁸ Information & Communication Technology

S.r.l., Larca S.r.l. e Argentea S.p.A. La prima tabella fornisce l'elenco di tutte le Società controllate da parte di GPI nel 2016, ovvero le società che costituiranno il bilancio consolidato. La seconda tabella presenta le Società nelle quali GPI ha delle partecipazioni di minoranza e che quindi non sono incluse nel bilancio consolidato.

Tabella 4 n. 11: GPI come Target nel 2016. Le partecipazioni di controllo di GPI S.p.A.

CONTROLLATE/PARTECIPATE GPI	QUOTA combinata gruppo %	detenuta direttamente GPI	detenuta direttamente SPID	detenuta direttamente GCS
GPI SPA	100,00	-	-	-
GSI SRL	51,00	51,00		
SFERACARTA GPI SRL	51,00	51,00		
GBIM SRL	70,00	70,00		
NEOCARE SRL	90,00	90,00		
CENTO ORIZZONTI SCARL	52,60	52,60		
LOMBARDIA CONTACT SRL	100,00	100,00		
SPID SPA	80,80	80,80		
RIEDL GMBH	41,20		51,00	
ARGENTEA SRL	80,00	80,00		
GCS SRL	100,00	100,00		
EVOLVO GPI SRL	60,40			80,00
SINTAC SRL	38,50			51,00
CRG SRL	90,00	90,00		
GPI CHILE SPA	51,00	51,00		
GPI DO BRASIL SRL	80,00	80,00		
GPI SPA NDL DEUTSCHLAND	100,00	100,00		

Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Tabella 4 n. 12: GPI come Target nel 2016. Le partecipazioni di minoranza di GPI S.p.A.

Partecipate e consorzi esclusi dal consolidamento integrale	QUOTA combinata gruppo %	detenuta direttamente GPI	detenuta direttamente CRG
SALURIS Z.O.O.	19,00	19,00	
ZITI TECNOLOGIA LTDA	50,00	50,00	
GPI AFRICA AUSTRAL SA	70,00	70,00	
GMI GMBH	85,70	85,70	
GPI MIDDLE EAST LLC	49,00	49,00	
CONSORZIO STABILE GLOSSA	21,40	21,40	
NEOCOGITA SRL	24,00	24,00	
CONSORZIO SST	8,00	8,00	
IIT	5,00	5,00	
CONSORZIO INNOVAAL	3,50	3,50	
DISTRETTO H-BIO PUGLIA SCRL	2,00	2,00	

Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Key Financials

GPI S.p.A. nel 2016 presenta il proprio Conto Economico e Stato Patrimoniale consolidati dei due anni precedenti (2014-2015). Nel confrontare i due esercizi bisogna tenere presente le diverse operazioni che hanno impattato sulla finanza del 2015. Infatti, nell'anno di riferimento, GPI ha ampliato il proprio gruppo attraverso molteplici acquisizioni:

- ramo dell'azienda Telemedicina;
- ramo dell'azienda *Natisoft*;
- acquisizione della Società *Lombardia Contact S.r.l.*;
- acquisizione delle quote di controllo di *GPI Technology S.r.l.*

Inoltre, al fine di finanziare gli svariati investimenti operativi sopracitati, GPI ha deciso di emettere e sottoscrivere il secondo Prestito Obbligazionario non quotato per 4,75 milioni di euro. Le Società operative che compongono il bilancio consolidato al 31 dicembre del 2015 sono 16.

Come si può osservare dal Conto Economico consolidato, la società ha incrementato il proprio valore della produzione da un anno all'altro del +33,0%, mantenendo una redditività operativa stabile che si aggira sul 16%. Questa performance è stata in parte dovuta ad una crescita interna (+18%) e in parte grazie alle operazioni di M&A⁵⁹ (+15%). L'EBIT si è ridotto, passando dal 9,2% al 5,9%, questo decremento è dovuto a due fattori. In primo luogo l'aumento degli ammortamenti in seguito agli investimenti dell'anno e, secondariamente, la decisione da parte della Società di accantonare parte dell'utile per il fondo rischi per una specifica commessa legata alla Regione Molise. L'anno precedente questo accantonamento era quasi inesistente (8 mila euro) e, conseguentemente, il risultato netto ammontava a 2 milioni e 575 mila euro. Mentre i 2 milioni e 816 mila euro destinati al fondo del 2015 insieme ad un aumento proporzionale di oneri finanziari e straordinari, portano ad un risultato netto di 1 milione e 615 mila euro (1,6% del valore della produzione).

Figura 4 n. 9: GPI come Target nel 2016. Conto Economico consolidato (2014-2015).

CONTTO ECONOMICO CONSOLIDATO - P&L CONSOLIDATED riclassificato, in migliaia di Euro	2015	2014	variazioni 2015 / 2014	
			valore	%
Valore della Produzione - Production Revenues	98.212	73.870	+24.342	+33,0%
(Consumi) - (Consumption)	3.467	3.433	+34	+1,0%
(Spese generali) - (Operative costs)	25.027	19.728	+5.298	+26,9%
(Lavoro) - (Labor cost)	53.451	38.327	+15.124	+39,5%
EBITDA	16.267	12.382	+3.886	+31,4%
%	16,6%	16,8%	(0,2%)	
(ammortamenti e svalutazioni) - (depreciation/write-off)	7.705	5.612	+2.093	+37,3%
(accantonamenti fondo rischi) - (risk provisions)	2.816	8		
EBIT	5.746	6.762	(1.016)	(15,0%)
%	5,9%	9,2%	(3,3%)	
oneri finanziari netti - net financial charges	(2.048)	(1.717)	(331)	+19,3%
oneri straord. netti - net extraord. charges	(359)	(152)	(207)	+135,5%
RISULTATO pre-imposte - Earnings b.t.	3.339	4.892	(1.553)	(31,8%)
Imposte sul reddito - income tax	(1.724)	(2.317)	+593	(25,6%)
RISULTATO netto - Earnings after tax	1.615	2.575	(960)	(37,3%)
%	1,6%	3,5%	(1,8%)	

Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Per quanto riguarda lo Stato Patrimoniale consolidato del gruppo GPI, è da segnalare un incremento del Capital Circolante Netto (+3,7%), in seguito all'aumento di crediti e debiti commerciali e del magazzino. Un'ulteriore crescita consistente è quella rispetto alle

⁵⁹ Mergers and Acquisitions.

immobilizzazioni (+61,1%), sia materiali, a causa di lavori interni ed investimenti tecnici, sia immateriali, in seguito all'avviamento delle nuove aziende acquisite. Il Capitale Investito è aumentato del + 32,3%, raggiungendo i 58 milioni. I mezzi propri per il finanziamento (Patrimonio Netto) ammontano a 17.1 milioni di euro, mentre la Posizione Finanziaria Netta è cresciuta del doppio, raggiungendo quasi i 41 milioni. L'autofinanziamento ha dunque un peso pari al 30%, mentre il restante 70% avviene mediante approvvigionamento da mezzi di terzi.

Figura 4 n. 10: GPI come Target nel 2016. Stato Patrimoniale consolidato (2014-2015).

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO - CONSOLIDATED BALANCE SHEET riclassificato, in migliaia di Euro	2015	2014	variazioni 2015 / 2014	
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO - NWC	33.836	32.628	+1.208	+3,7%
IMMOBILIZZAZIONI - FIXED ASSETS	35.617	22.103	+13.514	+61,1%
ALTRE ATTIVITA'/(PASSIVITA') OPERATIVE - OTHERS	(11.416)	(10.865)	-550	+5,1%
CAPITALE INVESTITO NETTO	58.037	43.866	+14.171	+32,3%
PATRIMONIO NETTO - SHAREHOLDERS' EQUITY	17.125	16.899	+226	+1,3%
POSIZIONE FIN. NETTA (PFN) - NET FINANCIAL DEBT	40.912	26.967	+13.945	+51,7%
TOT PATRIMONIO NETTO + PFN	58.037	43.866	+14.171	+32,3%

Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

L'indicatore PFN/EBITDA indica che la Società, nel 2015, impiegherebbe 2 anni e mezzo per estinguere i propri debiti con l'esclusivo utilizzo dell'EBITDA. L'EBITDA/oneri finanziari risulta essere solido, mentre il ROI e il ROE si attestano circa intorno al 10%.

Figura 4 n.11: GPI come Target nel 2016. I principali indicatori economici (2014-2015).

RATIOS ECONOMICO/PATRIMONIALI E DI RENDIMENTO	2015	2014
PFN/EQUITY	2,4	1,6
PFN /EBITDA	2,5	2,2
EBITDA/Oneri Finanziari netti	7,9	7,2
ROI - RETURN ON INVESTMENTS (EBIT / CIN)	9,9%	15,4%
ROE - RETURN ON EQUITY (UTILE NETTO / EQUITY)	9,4%	15,2%

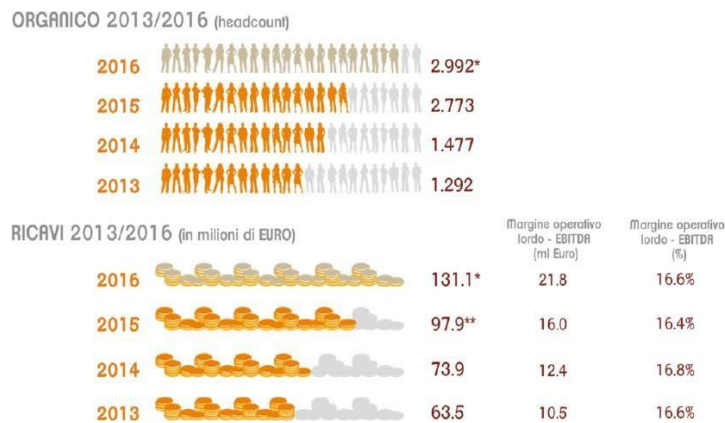
Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Perché GPI come Target

Capital For Progress ha individuato nel Gruppo GPI la Società adatta ad essere proposta ai propri investitori come Target per diversi motivi. Primo fra tutti l'azienda rispetta la maggior parte dei criteri di selezione presentati dai Promotori. La Società è infatti a controllo familiare, partecipata da un fondo di *private equity* e con un grande potenziale di crescita, sia del settore che dell'azienda stessa. Attraverso un'attenta *due diligence* GPI nel 2016 si presenta come

un'azienda solida e focalizzata su di un mercato anticiclico come la sanità e i servizi socio-assistenziali, dove si sottoscrivono contratti di una durata prolungata. L'azienda ha conosciuto una crescita costante dal 2013 al 2016, passando da 1.292 a 2.992 dipendenti e da 63,5 milioni di ricavi nel 2013 a 131.1 milioni nel 2016, con un tasso medio del 24%, mantenendo una redditività operativa stabile (16% circa).

Figura 4 n. 12: GPI come Target nel 2016. Crescita dell'organico e dei ricavi dal 2013 al 2016 di GPI S.p.A.



Fonte: presentazione GPI S.p.A. 2016.

Inoltre, negli anni si è attestato un flusso di cassa molto solido e consistente che permette l'offerta ai propri azionisti di dividendi rilevanti; GPI ha dichiarato di voler offrire una *payout ratio* intorno al 50%. I dati finanziari comprovano la storia di successo di questa Compagnia, ormai operativa sul mercato italiano da 28 anni con una rapida capacità di innovazione. Questa crescita è stata frutto di un *management* professionale e competente, con grandi capacità di adattamento e, soprattutto, con l'intenzione e l'entusiasmo di collaborare con i Promotori di CFP1. Un altro aspetto riguarda la diversificazione del portafoglio delle ASA che garantisce opportunità di crescita e fonti di ricavi differenti. Oltre a questo, i Promotori sottolineano come CFP1, attraverso l'aumento di capitale, sosterrrebbe uno sviluppo già ampiamente avviato in termini di innovazione, specializzazione ed espansione del mercato. CFP1 è stata positivamente colpita dall'elevata propensione alla Ricerca e Sviluppo che il Gruppo tende a promuovere sempre di più attraverso gamme di prodotti con servizi innovativi, come la logistica del farmaco (*ambient intelligence*). Anche l'ampliamento geografico di GPI è già in corso da qualche anno, confermando quanto il mercato in cui opera il Gruppo sia caratterizzato da una concentrazione sempre maggiore e con molte opportunità di internazionalizzazione. Inoltre, il fatto che GPI sia ormai una Società internazionale con altre aspirazioni di espansione territoriale, permette un elevato grado di prestigio e una diversificazione significativa sui mercati. Per quanto riguarda l'aspetto competitivo della Target, essa si posiziona in un quadro favorevole, grazie

all'ampio portafoglio clienti di cui dispone (circa 700 tra pubblici e privati). Un altro aspetto a favore dell'azienda è quello riguardante la sua partecipazione al programma Elite di Borsa Italiana nel Novembre del 2014. Il programma è stato istituito nel 2012 ed è *“un’iniziativa, sostenuta da Confindustria, che affianca le imprese attraverso iniziative di formazione e tutoraggio. Le accompagna in un processo di cambiamento culturale e organizzativo, che le avvicina ai mercati di capitali, le inserisce in un network internazionale, ne rafforza la capacità di competere, ne migliora la governance e i rapporti con investitori qualificati.”*⁶⁰ Infine, GPI ha già avuto esperienza di un'apertura del proprio capitale, collocando tre minibond sulla piattaforma *ExtraMot Pro*⁶¹ e/o facendoli sottoscrivere da investitori istituzionali, per un totale di 47 milioni di euro.

Tabella 4 n. 13: GPI come Target nel 2016. I principali fattori di scelta.

GPI come Target
Rispetto dei criteri di selezione
Mercato anticiclico e con potenziale di espansione
Crescita costante tra il 2013 e il 2016
Redditività operativa stabile (circa 16%)
Produzione di cassa stabile
<i>Management</i> competente e collaborativo
Diversificazione portafoglio ASA
Diversificazione geografica
Ulteriori progetti di M&A
R&S presente
Buona posizione competitiva
Partecipazione al programma Elite di Borsa Italiana
Apertura del capitale attraverso emissione di minibond

Fonte: elaborazione propria.

⁶⁰ Descrizione del progetto dal Sito di Confindustria.

⁶¹ Il mercato per i nuovi strumenti di debito delle PMI italiane. Dedicato alla quotazione di obbligazioni (tra cui le convertibili le cui a Azioni derivanti dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato), cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond.

4.3 La Fusione di GPI S.p.A. e CFP1 S.p.A.

Il 5 settembre del 2016, CFP1 comunica la sottoscrizione di un Accordo Quadro con l'azienda Target GPI, stipulando i termini principali dell'operazione, ovvero la Fusione per incorporazione fra le due Società e la contestuale ammissione su AIM Italia delle Azioni e dei *warrant* della Società post Fusione. Sempre nell'Accordo Quadro è stata ufficializzata la volontà del successivo passaggio da AIM alla negoziazione sul MTA. Successivamente, il 19 ottobre, si è riunita l'Assemblea di CFP 1 per poter deliberare in sede ordinaria il compimento della *Business Combination*, mentre in sede straordinaria la Fusione con GPI e il contestuale concambio di Azioni Ordinarie e Speciali della SPAC in Azioni della Target (rapporto di cambio 1:1). Durante la seduta di Assemblea, il numero dei soci intervenuti ha rappresentato il 76,8% del capitale sociale ordinario e hanno approvato con il voto favorevole del 98,4% dei partecipanti (corrispondente al 75% del capitale). Ai soci dissenzienti è spettato il diritto di recesso⁶² ed è stato riconosciuto un corrispettivo in denaro pari ad Euro 10,00 (dieci/00) per azione⁶³. L'Assemblea dei soci ha dunque decretato l'approvazione dell'Operazione Rilevante con GPI e il cambiamento dell'oggetto sociale, tuttavia si è verificato il recesso di alcuni investitori. I Promotori per evitare la diminuzione del capitale raccolto, sono riusciti ad ingaggiare altri investitori, in sostituzione a coloro che hanno esercitato il recesso, mantenendo la somma dei 51,1 milioni iniziali. Ai fini dell'Operazione Rilevante, GPI S.p.A. è stata valutata, attraverso la valorizzazione privata con i *Promoters*, 100 milioni di euro. La somma raccolta di 51,1 milioni è stata interamente utilizzata a fronte di un aumento di capitale di GPI per sostenere e finanziare la sua crescita. Il 29 dicembre 2016, GPI debutta all'AIM, in seguito all'integrazione per fusione con la SPAC. Il *listing* è annunciato attraverso un comunicato stampa, nel quale si informa di un'ulteriore espansione strategica del Gruppo. Infatti, pochi giorni prima, GPI ha firmato un contratto vincolante con *TBS Group* per l'acquisizione del 55% *Insiel Mercato S.p.A* (con sede a Trieste) e del 100% di *Professional Clinical Software GmbH* (con sede a Klagenfurt, Austria)⁶⁴. Per quanto riguarda il Consiglio di Amministrazione della società post fusione, la sua composizione e i suoi poteri sono stati deliberati con l'Assemblea dei soci del 12 ottobre 2016. Il nuovo Consiglio di Amministrazione prevede:

- Fausto Manzana (Presidente e Amministratore Delegato);

⁶² Ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a) e comma 2, lett. a), del codice civile.

⁶³ Ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del codice civile.

⁶⁴ Comunicato Stampa di GPI S.p.A., 29 dicembre 2016, Trento.

- Sergio Manzana (Consigliere);
- Dario Manzana (Consigliere);
- Andrea Mora (Consigliere);
- Aldo Napoli (Consigliere);
- Antonio Perricone (Consigliere);
- Franco Moschetti (Consigliere Indipendente).

Il Consiglio di Amministrazione ha dunque accolto uno dei Promotori di CFP1, Antonio Perricone, come consigliere di GPI S.p.A. Il 29 dicembre 2016, il capitale della Società ammonta a 8.526.330 euro, suddiviso in n. 15.263.300 Azioni, di cui n. 5.110.000 Azioni Ordinarie, n. 10.000.000 Azioni B e n. 153.300 Azioni C. Solamente le Azioni Ordinarie sono ammesse a negoziazione su AIM Italia. Per quanto riguarda le partecipazioni, Fausto Manzana detiene indirettamente, sempre tramite la sua holding familiare FM S.r.l., il 62,35% del capitale sociale di GPI, mantenendo dunque la partecipazione di controllo. Inoltre, Manzana dispone delle Azioni di categorie B, le quali sono dotate di voto doppio, portando la partecipazione del Presidente al 74,81% del capitale sociale con diritto di voto nelle assemblee di GPI. Il resto dell'azionariato si spartisce nel modo indicato nella tabella sottostante:

Tabella 4 n. 14: La Fusione di GPI S.p.A. e CFP1 S.p.A. Gli Azionisti di GPI dopo la fusione con CFP1.

Azionisti	Numero e categoria di azioni	Percentuale diritti di voto	Percentuale sul capitale sociale di GPI
FM SRL	n. 249.000 Azioni Ordinarie n. 9.268.000 Azioni Speciali B	74,81%	62,35%
Orizzonte SGR	n. 732.000 Azioni Speciali B	5,83%	4,80%
Soci Promotori	n. 110.600 Azioni Ordinarie n. 153.300 Azioni Speciali C	0,44%	1,73%
Mercato	n. 4.750.400	18,92%	31,12%

Fonte: Comunicato Stampa di GPI S.p.A., 29 dicembre 2016, Trento.

4.4 Le performance post IPO⁶⁵

Le performance in Borsa

GPI S.p.A. il 29 dicembre 2016 entra ufficialmente nel listino delle aziende quotate su AIM Italia e conclude il primo giorno di negoziazioni a 10,3 euro per azione, scambiando un

⁶⁵ Per questo capitolo si è fatto riferimento alle comunicazioni e le relazioni finanziarie pubblicate sul sito ufficiale di GP S.p.A.

volume totale di 3.000 azioni. Il suo percorso su questo mercato dura fino al 27 dicembre del 2018, quando GPI compie il passaggio dall'AIM al MTA. In questa permanenza di poco inferiore ai due anni, le azioni di GPI hanno performato con una media di 10,27 euro per azione, con un massimo di 12,59 euro ed un minimo di 7,90 euro. Il volume medio scambiato in questi mesi è stato di 8.830,97 azioni al giorno, con un picco di 287.700 e un minimo di 0 azioni. L'esperienza su AIM non si chiude in positivo per GPI, il titolo al 27 dicembre è scambiato a 8,18 euro (-20,52%) rispetto all'entrata sul mercato, mentre l'indice FTSE Italia Growth⁶⁶, rispetto alla data di riferimento del 29 dicembre 2016, chiude in positivo a +6,61%.

Figura 4 n. 13: Le performance post IPO. Dati storici delle azioni GPI su AIM Italia (29/12/17 – 27/12/18).



Fonte: elaborazione propria attraverso la piattaforma Standard & Poor's Capital IQ.

Come anticipato, la mattina del 28 dicembre 2018, GPI S.p.A. conclude il suo passaggio da AIM Italia al MTA, iniziando la negoziazione delle proprie azioni e *warrant* sul mercato regolamentato di Borsa Italiana. In questa prima figura sottostante si può osservare l'andamento del titolo di GPI, a partire dal primo giorno (28/12/18) al primo giugno del 2022. In questi 3 anni si segnala una media di prezzo per azione di 9,60 euro. Il picco è stato raggiunto recentemente, il 5 gennaio del 2022 con 16,90 euro per azione, mentre il giorno 12 marzo 2020 si segnala il prezzo più basso con la chiusura della negoziazione giornaliera a 4,90. Per quanto riguarda i volumi scambiati in questi anni sul MTA, GPI mediamente ha scambiato 17.690 azioni, raggiungendo un massimo di 500.816 azioni in un giorno. La volatilità mensile del titolo è stata pari all'8,02% e la performance cumulata a +64% in 42 mesi. Il rendimento medio geometrico mensile si attestava intorno all'1,2%.

⁶⁶ Paniere dell'Euronext Growth Milan composto da PMI italiane ad alto potenziale di crescita.

Figura 4 n. 14: Le performance post IPO. Dati storici delle azioni GPI su MTA Italia (28/12/18 – 01/06/22).



Fonte: elaborazione propria attraverso la piattaforma Standard & Poor’s Capital IQ.

Di seguito un confronto fra l’andamento dell’azionariato della Società e l’indice FTSE MIB⁶⁷. È possibile notare che GPI complessivamente ha sottoperformato l’indice in termini di prezzo per azione fino al mese di maggio del 2021, quando il titolo inizia a “battere” l’indice in questione, utilizzato come benchmark. Il titolo di GPI, il primo giugno 2021 ha performato del +72,86% rispetto al giorno di inizio negoziazioni sul MTA, mentre il FTSE MIB del +34,43%.

Figura 4 n. 15: Le performance post IPO. Confronto azioni GPI con l’indice FTSE MIB (28/12/18 –01/06/22).



Fonte: elaborazione propria attraverso la piattaforma Standard & Poor’s Capital IQ.

⁶⁷ È il paniere che racchiude le azioni delle 40 società italiane, anche con sede legale all’estero, quotate sull’MTA o sul MIV con maggiore capitalizzazione, flottante e liquidità che rappresentano oltre l’80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi.

La crescita e le performance aziendali

La crescita del Gruppo GPI, in seguito alla sua entrata in Borsa grazie alla *Business Combination*, è continuata sia da un punto geografico, attraverso nuove acquisizioni in varie parti del mondo, sia da un punto di vista economico. In particolare, fra il 2016 e il 2018, GPI ha acquisito la maggioranza di varie altre Società ed è riuscita ad espandere il proprio *business* anche in Germania, Austria, Svizzera, Spagna e Francia. Ulteriori ampliamenti sono stati effettuati in seguito al passaggio sul MTA del 2018, permettendo a GPI di aprire nuove Società in Polonia e in Russia, inoltre nello stesso anno la Società è riuscita ad aggiudicarsi degli appalti in Israele e in Cina. Nel *company profile 2022* redatto da GPI, è sottolineata l'internazionalità del Gruppo, che con una crescita annuale costante, conferma un portafoglio di 2.700 clienti distribuiti in 70 Paesi diversi. Di seguito è riportata la serie storica delle operazioni di M&A dall'entrata in Borsa di GPI.

Figura 4 n. 16: Le performance post IPO. Serie storica di M&A di GPI (2016-2021).



Fonte: Investor presentation di GPI S.p.A. 2022.

Durante questi anni di crescita post-IPO, GPI ha continuato ad integrare il finanziamento derivante dal mercato primario, con l'emissione di minibond sul mercato e/o attraverso *private placement*, fra il 2016 e il 2021 emette minibond per un totale di 87 milioni di euro. Sul piano operativo GPI, grazie alle varie fonti di finanziamento, è stata in grado di implementare e innovare i propri servizi, attraverso un rafforzamento dell'area R&S. Fra i

servizi che hanno anticipato maggiormente alcune esigenze del mercato, ci sono il servizio del fascicolo sanitario elettronico nel 2016 e il servizio di pagamento via POS basato sui Bitcoin nel 2017. Il 2020 è stato un anno decisivo per GPI, che opera nel sistema sanitario, ha dovuto affrontare un periodo straordinario a causa della Pandemia Globale. Il Gruppo ha proposto diverse soluzioni per fronteggiare la situazione Covid-19, fra le quali un software di screening per il tumore del colon adattato all'utilizzo di tamponi naso-faringei sulla popolazione veneta, il sistema PeopleNav per la segnalazione di eventuali incontri con persone positive, sistemi di telemedicina per la gestione dei pazienti Covid e sistemi di prenotazione online per farmacie ed ospedali.

Per quanto riguarda le performance economiche del Gruppo, i ricavi dal 2016 ad oggi, grazie alle numerose fusioni e acquisizioni, sono incrementati di anno in anno. Il Conto Economico consolidato del 2016 riportava 135,118 milioni di euro, il 31 dicembre del 2021 GPI arriva a 326,9 milioni di euro. La crescita, come si può osservare meglio dal grafico è costante e continua per 6 esercizi consecutivi. Anche i vari margini operativi sono cresciuti di conseguenza, in particolare l'EBITDA nel 2016 si attestava a 20,087 milioni di euro, quindi il 14,86%. Nel 2017 passa a 27,606 milioni (15,34%) e negli anni seguenti ha una crescita positiva in termini assoluti ma una leggera decrescita in termini percentuali, fino al 2021, quando sono raggiunti i 49,8 milioni di EBITDA (15,23%). L'EBIT ha più o meno lo stesso andamento, solamente nel 2018 decresce rispetto all'anno precedente, da 15,867 milioni nel 2017 a 13,212 nel 2018. Il margine riprende a crescere e nel 2021, quando raggiunge i 23,493 milioni di euro (7,18%). Per quanto riguarda l'utile netto il 2020 è l'anno in cui si verifica l'utile più alto in assoluto con 12,275 milioni di euro.

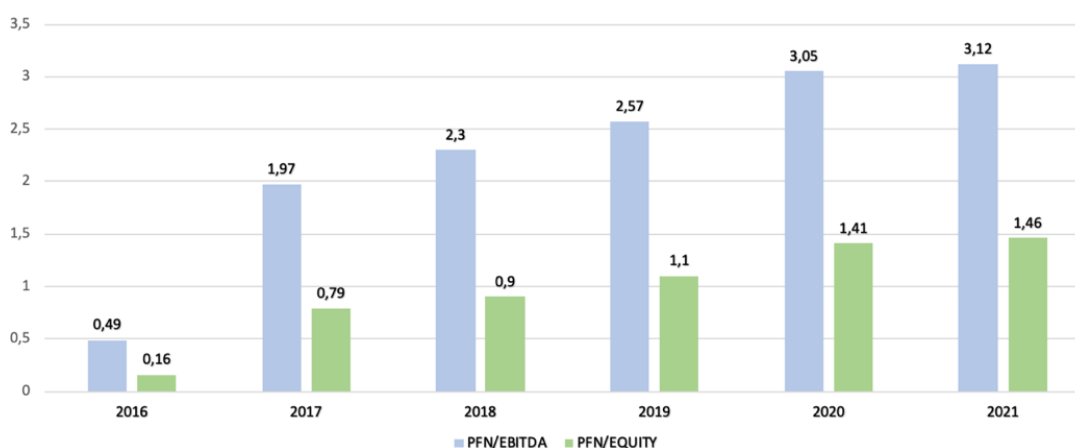
Figura 4 n.16: Le performance post IPO. Ricavi, EBITDA, EBIT e Utile Netto di GPI (2016-2021)



Fonte: elaborazione propria.

Per quanto riguarda la Posizione Finanziaria Netta della Società, è utile osservare l'evoluzione dei due indicatori PFN/EBITDA e PFN/EQUITY. Il primo indicatore PFN/EBITDA segnala una situazione più contenuta fino al 2020, quando il rapporto per la prima volta supera la soglia di 3. L'indice PFN/EQUITY è particolarmente aumentato dal 2016 al 2017, mentre gli anni seguenti la crescita è inferiore, riuscendo a mantenere una situazione equilibrata.

Figura 4 n.17: Le performance post IPO. PFN/EBITDA e PFN/EQUITY di GPI (2016-2021).



Fonte: elaborazione propria.

In particolare, analizzando l'ultimo anno di esercizio del Gruppo, ovvero il 2021, GPI conta 7.217 dipendenti e più di 120 milioni investiti in M&A negli ultimi 5 anni. In questo anno, si può osservare un aumento dei ricavi del + 20,6% rispetto al 2020, dovuto soprattutto alla crescita delle linee esterne e al coinvolgimento di GPI nella lotta contro la Pandemia. Come già descritto nella parte precedente, anche EBITDA e EBIT sono aumentati, solo l'utile netto ha avuto un leggero decremento rispetto l'anno precedente. Per quanto riguarda la situazione patrimoniale del 2021, tutte le voci sono aumentate. Il capitale circolante netto riflette la crescita del Gruppo rispetto al 2020, poiché il suo aumento è dovuto all'incremento delle rimanenze (+1,8 milioni), dei crediti commerciali (+31,2 milioni) e alla riduzione dei debiti commerciali (-1,9 milioni). Anche il patrimonio netto è aumentato, tenendo conto di alcune operazioni straordinarie, come il pagamento dei dividendi per circa 7,9 milioni di euro ai propri azionisti. Le immobilizzazioni sono cresciute fino a 166.756 milioni a seguito delle nuove acquisizioni. L'indebitamento finanziario netto si attesta a 155.418 milioni di euro.

Figura 4 n.18: Le performance post IPO. Stato Patrimoniale Consolidato di GPI (2021-2022)

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO RICLASSIFICATO, in migliaia di Euro	2021	2020 rivisto	2021%	2020% rivisto
Capitale Circolante Netto	140.168	109.050	53,6%	47,8%
Immobilizzazioni	166.756	158.377	63,7%	69,5%
Altre Attività (Passività) Operative	(45.274)	(39.507)	-17,3%	-17,3%
Capitale Investito Netto	261.650	227.920	100,0%	100,0%
Patrimonio netto	106.232	83.380	40,6%	36,6%
Indebitamento Finanziario Netto (IFN)	155.418	144.540	59,4%	63,4%
Totale patrimonio netto + IFN	261.650	227.920	100,0%	100,0%

Fonte: Relazione Finanziaria di GPI S.p.A. 2021.

Quello che si può concludere dall'entrata in Borsa di GPI è ciò che si auspica alla maggior parte delle aziende italiane solide e promettenti che decidono di diventare delle Società pubbliche. Innanzitutto, GPI ha potuto accedere ad una fonte di finanziamento importante grazie alla quale è riuscita a rafforzare la Società sotto molti punti di vista. Come abbiamo potuto osservare, la reazione del mercato al titolo è stata positiva in crescendo, GPI negli anni è diventata una realtà sempre più credibile, sia agli occhi degli investitori istituzionali sia a quelli degli investitori *retail*. Inoltre, essere stata quotata prima su AIM e in un secondo momento su MTA, ha conferito al Gruppo riconoscibilità e trasparenza, facilitando maggiormente le acquisizioni e/o fusioni con altre Società e l'ulteriore finanziamento da parte di investitori nazionali ed internazionali. Le operazioni di M&A sono state il fattore strategico caratteristico e fondamentale della crescita di GPI. L'evoluzione della Società è stata sempre attentamente guidata attraverso lo stesso *team* di partenza e l'efficientamento interno è avvenuto grazie all'esperienza acquisita durante gli anni e tramite le nuove realtà con le quali è entrata in contatto. L'Amministratore Delegato Fausto Manzana tutt'oggi si ritiene soddisfatto del percorso della propria Società e riconoscente del lavoro svolto dai Promotori, sia nella fase preliminare della quotazione che nell'ulteriore supporto e aiuto post IPO. Il 28 dicembre 2018, giorno della quotazione sul MTA, F. Manzana ha rilasciato un'intervista: *“Obiettivo del Gruppo GPI è consolidare il posizionamento sul mercato Italiano e accrescere le attività sul mercato internazionale attraverso la fornitura di soluzioni software, servizi e tecnologie ad alto tasso di innovazione, in grado di accompagnare i cambiamenti richiesti dalle strutture sanitarie pubbliche e private nella gestione della salute dei cittadini. Essere protagonisti del cambiamento e, in partnership con i nostri clienti, aiutare a costruire la sanità del futuro è la traiettoria che guida la nostra azione. Il passaggio al mercato MTA è una tappa importante del nostro percorso di crescita”*. Ad oggi, si può confermare una posizione di rilevanza da parte del Gruppo GPI, sia sul piano nazionale, che internazionale con un orizzonte di crescita ancora ampio.

CONCLUSIONI

Nell'ambito di questo lavoro è emersa un'esperienza abbastanza positiva delle *Special Purpose Acquisition Company* in Italia. Questo metodo di quotazione ha permesso l'approdo sul mercato borsistico di molte aziende d'eccellenza, le quali altrimenti non avrebbero compiuto il grande passo della quotazione. Come è stato ampiamente illustrato, più della metà delle casistiche riportate ha riscosso il successo sperato, portando a compimento l'obiettivo intrinseco alla costituzione di questi veicoli, ovvero la trasformazione della Target da Società privata a pubblica. Negli ultimi dieci anni, in particolare, la volatilità dei mercati ha spinto questo metodo innovativo a trovare un proprio spazio all'interno del panorama borsistico. Tuttavia, l'Italia come il resto d'Europa non ha consolidato l'utilizzo di questi veicoli finanziari come nell'esperienza degli Stati Uniti, dove le regolamentazioni e il metodo americano favoriscono la celerità e la semplificazione delle SPAC. Come è stato accennato nel capitolo dedicato all'analisi dei veicoli negli Stati Uniti, il mondo delle SPAC e più in generale quello borsistico stanno attraversando un periodo storico molto complesso e instabile. Il biennio 2020-2021 è stato sconvolto dalla Pandemia Globale, causando una delle crisi economiche più importanti del nostro secolo, impedendo non solo la conversione di aziende private in aziende pubbliche, ma mettendo in difficoltà numerosi settori di mercato. In questi due anni le SPAC, insieme al resto del mondo, hanno arrestato la loro corsa, pronte a ripartire una volta che la situazione pandemica fosse stata nuovamente sotto controllo. Tuttavia, il 2022 sembra non essere l'anno tanto atteso della ripresa economico-sociale, la guerra fra Russia e Ucraina ha gettato nuovamente sconforto ed incertezza sulle Borse di tutto il mondo. In questo momento così delicato, le voci degli analisti, rispetto al futuro delle SPAC, divergono⁶⁸. Alcuni guardano al fenomeno come ad una bolla, cresciuta in modo esponenziale e molto rapido negli ultimi anni ma destinata a sgonfiarsi con i cambiamenti economici già in atto. Secondo questi ultimi l'aumento dei tassi d'interesse del mercato americano da parte della Fed⁶⁹ potrebbe diminuire l'interesse per questo tipo di strumenti, riducendone la raccolta di capitali. Al contrario, il mondo degli investimenti con la sicurezza dei tassi fissi sembra essere sempre più attraente per molti investitori. Inoltre, molte delle stesse banche, tra cui *Goldman Sachs*, dopo aver alimentato la creazione di un mercato delle SPAC così esteso in America, hanno deciso di terminare i propri accordi con i veicoli. Questa decisione è stata dettata soprattutto dalle restrizioni provenienti dalla SEC,

⁶⁸ Articolo del Sole 24 ore – Le SPAC, nuovo passepartout della finanza. Un boom già al tramonto? – di E. Perona, Milano, 2021.

⁶⁹ Federal Reserve System.

a seguito della recente ondata delle vendite allo scoperto e al timore della speculazione⁷⁰. Altri analisti parlano, invece, di una leggera flessione della tendenza che, una volta adattata alle nuove richieste della SEC e passate la criticità economiche, continuerà la propria crescita. Per quanto riguarda l'Italia, se è vero che gli Stati Uniti hanno sempre una grande influenza globale, la nostra penisola non ha sicuramente saturato di SPAC il mercato borsistico. Inoltre, la BCE nonostante segua le tendenze della FED, per il momento sembrerebbe agire più gradualmente rispetto alla stretta monetaria. Un altro aspetto che potrebbe tutelare l'esistenza dei veicoli sulla Borsa italiana è legato al fatto che, rispetto all'America, l'Italia non ha mai tralasciato la serietà e la reputazione dei propri promotori. In effetti, negli U.S.A., il fenomeno speculativo è cresciuto in seguito all'attrazione riguardo investimenti SPAC da parte di volti molto conosciuti dello spettacolo⁷¹. Al contrario, in Italia, tutte le SPAC costituite sono sempre state caratterizzate dalla credibilità e serietà del *management team* e dei soci investitori. Il 30 maggio 2022, in aggiunta, il Ministro dell'Economia e della Finanza Daniele Franco ha ribadito come, nonostante la crisi macroeconomica causata dalla guerra, l'Italia non debba perdere di vista il suo obiettivo principale: evitare che il Paese torni in recessione. In questo discorso, il ministro Franco ha sottolineato l'importanza della crescita degli investimenti privati, esplicitando la necessità della rimozione degli ostacoli che impediscono alle imprese di aprirsi al mercato⁷². Un segnale positivo per le SPAC, che nascono con l'intento di semplificare e accelerare il processo della quotazione. In conclusione, ad oggi non è possibile affermare con certezza cosa avverrà nei prossimi anni a questi veicoli d'investimento, né nella loro terra natia né in Italia. La speranza per quest'ultima è che le SPAC possano continuare ad esistere e ad essere considerate come una valida alternativa per l'entrata in Borsa delle più promettenti imprese italiane.

⁷⁰ Articolo del The Business Time – Global banks flee the monster SPAC market they helped create –, Maggio 2022.

⁷¹ Ad esempio le SPAC con Shaquille O'Neal (ex campione dei Los Angeles Lakers) e con Jay-z (rapper americano).

⁷² Articolo di Milano Finanza, "Conti pubblici, Franco (Mef): obiettivo evitare la recessione", di A. Pira, Maggio 2022.

BIBLIOGRAFIA

A. CONSO E G. GIGANTE, *Le SPAC in Italia: Stato di un fenomeno in evoluzione*, Milano, Egea, 2019.

Comunicato Stampa di GPI S.p.A., 29 dicembre 2016, Trento.

Comunicazioni e le Relazioni Finanziarie di GP S.p.A, (2016-2021).

CUMMING D., HAB L.H., SCHWEIZER D., "The fast track IPO- Success factors for taking firms public with SPACs", in *Journal of Banking & Finance*, 2014.

D'ALVIA D., "The international financial regulation of SPACs between legal standardized regulation and standardization of market practices", in *Journal of Banking Regulation*, 2019.

Documento di ammissione all'AIM Italia di Capital For Progress 1 S.p.A., 2016.

Investor presentation di GPI S.p.A., 2022.

J. KOLB & T. TYKVOVA, "Special Purpose Acquisition Companies – Are they an Alternative to IPOs?", 2014.

L. ANDERLONI e M.D. BRAGA, "Il finanziamento delle startup e delle PMI – Un antico tema alla ricerca di nuove soluzioni", Milano, Pearson, 2019.

M. FUMAGALLI, "Lo sviluppo della SPAC in Italia", Milano, Egea, 2014.

P. TORACCA, "La fusione inversa o rovesciata: cos'è, quando si verifica e come è disciplinata?", Ottobre 2017.

Presentazione di GPI S.p.A. ai promotori della SPAC, 2016.

Quaderni di ricerca Intermonte, "Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)", 2021.

R. CULICCHI e A. SANNINI, "Perché il 2021 è l'anno delle Spac: che c'è dietro il boom delle "società veicolo", Aprile 2021.

V. MORTIER, C. BERTINO e L. FIOROT, "Investment insights blue paper di Amundi", Maggio, 2021.

Sito internet di Borsa Italiana.

Blog Osservatori.net Digital Innovation – Guida alle PMI piccole e medie imprese –, 2021.

