

UN RUOLO PER LE SPAC NELLA CRISI DI IMPRESA IN TEMPI DI COVID-19.

1. La Definizione di SPAC: Limiti e Prospettive

Il termine Special Purpose Acquisition Company, più noto con il suo acronimo "SPAC", ha il pregio di contenere in sé stesso la sua definizione.

Secondo una prima traduzione letterale dall'inglese una SPAC può essere definita come una società (*company*) costituita al fine (*purpose*) di perfezionare un'acquisizione (*acquisition*).

Eppure l'oggetto sociale di tale società non si esaurisce esclusivamente nel porre in essere un'acquisizione, che in ogni caso potrebbe anche avere la forma di una fusione diretta come di una fusione inversa.

Invero, l'obbiettivo di tali acquisizioni è di rendere pubblica e, quindi, di quotare una società chiusa.

Tuttavia, nel caso in cui una SPAC non trovi una società target ovvero il *closing* non si perfezioni entro un periodo di tempo prestabilito, che tendenzialmente va da 12 a 24 mesi a seconda del mercato finanziario sul quale la SPAC medesima è quotata, la stessa dovrà essere posta in liquidazione.

In Italia, tra i requisiti di ammissione delle azioni delle società nel Segmento Professionale del Mercato MIV, il Regolamento Mercati prevede espressamente all'art. 2.2.37.3, che "[l]o statuto prevede inoltre una durata della società non superiore a 36 mesi per fare uno o più investimenti significativi, con possibilità di proroga solo ove sia dimostrata l'esistenza di concrete trattative in corso per raggiungere un livello significativo di investimento".

Sempre come necessaria premessa, vogliamo qui condividere fin da subito un altro dato fondamentale per il nostro discorso: la SPAC è un veicolo d'investimento cd. *cash-shell company* (letteralmente, "società conchiglia"), ossia priva di bilanci e di ogni altra informazione finanziaria; in breve, una società non operativa.

Questo dato vale a distinguere la SPAC da ogni altro canale d'investimento quali Sicav, fondi immobiliari, fondi chiusi d'investimento e anche SPV (*Special Purpose Vehicle*).

Per tale motivi, la caratteristica dell'acquisizione deve essere interpretata alla stregua di una accezione estesa e non necessariamente operante nel contesto *M&A*, bensì, soprattutto, nella fase della crisi d'impresa, ove la SPAC potrebbe servire quale strategico strumento di finanziamento.

Invero, sul punto è stato già notato dalla letteratura come le SPAC, negli Stati Uniti, tra il 2004 e il 2013, abbiano svolto una vitale funzione di finanziamento per le flotte di compagnie di navigazione.

Partendo da questo ultimo punto, è nostra intenzione, nel breve scritto che qui si presenta, analizzare le possibilità per la SPAC di svolgere una nuova funzione che, a fronte del fenomeno pandemico (COVID-19), potrebbe essere utilizzata e servire quale strumento di crescita e di ristrutturazione per imprese in crisi.

2. La Disciplina Giuridica delle SPAC

Il formante legislativo non si è mai premurato di offrire una definizione di SPAC; si possono, tuttavia, ritrovare dei riferimenti nei regolamenti dei mercati finanziari emanati direttamente dalle società di gestione dei mercati.

Tale normativa, che pur costituisce un esempio di *hard law*, di fatto, non va oltre la mera descrizione operativa lasciando carente una definizione che possa soddisfare i termini di diritto positivo.

In territorio nazionale, le SPAC seguono la regolamentazione prevista per i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. come "società costituite con lo scopo di acquisizione di un business il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in via prevalente in una società o attività, nonché le relative attività strumentali" ovvero a quelle "la cui strategia di investimento non è ancora stata avviata o completata e/o si caratterizza in termini di particolare complessità".

Tutto ciò si scontra con le premesse fatte, da cui emerge con chiarezza come una SPAC

non sia una mera società operativa e che, pertanto, la regolamentazione di diritto societario non trovi applicazione in via automatica.

Tuttavia, se si dovesse tentare di configurare le SPAC in termini di diritto positivo, all'interno dell'ordinamento giuridico italiano si potrebbe immaginare di inquadrarle (se non qualificarle) come intermediari finanziari ai sensi dell'art. 106, 2 comma, lett. b) del D. Lgs. 1 settembre 1993 n. 385 s.m.i. (c.d. Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia o TUB) ovvero quali società idonee a prestare servizi d'investimento, se autorizzate ai sensi dell'art. 18, comma 3, del TUB.

Se così fosse ammesso, le SPAC sarebbero autorizzate a erogare credito alla società *target*.

Siffatta prospettiva è di grande impatto pratico e potrebbe aprire la strada ad altri e diversi impieghi.

Tale visione pare ancor più plausibile e giustificata, invero, dal momento che solo attraverso la qualifica d'intermediari finanziari (autorizzati a prestare servizi d'investimento così da avvicinarsi alla qualificazione di banche) le SPAC diverrebbero assoggettati a una specifica vigilanza impedendo (o almeno controllando) la possibilità della concretizzazione di un sistema bancario collaterale o c.d. *shadow banking system*.

Infine, conviene ricordare come anche a livello Europeo si registri la mancanza di una normativa uniforme o di un atto derivato capace d'inquadrare le SPAC in uno specifico regime giuridico.

Invero, l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA), a seguito della pubblicazione di linee guida sulla direttiva 2011/61/UE riguardante i Fondi Alternativi d'Investimento (c.d. AIFMD), avrebbe avuto l'occasione per procedere in tale direzione, ma non ha fornito chiarimenti in merito. D'altro canto, un Avviso del 2015 di Borsa Italiana S.p.A. costituente una "*guida nel processo di autovalutazione che una società è tenuta ad intraprendere al fine di valutare se l'attività da essa svolta debba essere ricondotta nell'ambito di applicazione della riserva di legge in tema di gestione collettiva del risparmio a seguito della direttiva 2011/61/UE*" esclude le SPAC dall'ambito di applicazione della Direttiva menzionata le quali, quindi, non rientranti nella riserva di attività degli Organismi d'Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) qualora le

stesse siano qualificate quali società di partecipazione finanziaria di cui all'art. 2, 3 comma, lett. a) e art. 4, 1 comma, lett. o) della AIFMD.

Inoltre, lo stesso Avviso non manca di rilevare come in tema di SPAC si debbano considerare due fasi: a) un periodo iniziale che si potrebbe definire di raccolta dei fondi e di ricerca della società *target*; e b) un momento relativa all'acquisizione.

Null'altro viene aggiunto in merito; in altre parole, a livello legislativo, non si prende ancora posizione in tema di qualificazione e definizione di tali formule societarie.

Tuttavia, da tale ricostruzione, pare consentito inferire che l'Avviso propenda nel configurare le SPAC più come Società di partecipazione finanziaria e, quindi, come strumenti non rientrati nella riserva d'attività.

La *ratio* di tale visione è di natura funzionale: lo scopo dell'attività delle SPAC sembra essere di natura imprenditoriale, più vicino a una società di partecipazione finanziaria, piuttosto che di un OICR, in cui l'attività esercitata è spesso, al contrario, di natura finanziaria, specialmente per quanto riguarda l'ottenimento di utili derivanti dalla semplice dismissione di partecipazioni.

Tuttavia, la differenza tra un OICR in forma societaria e una Società di partecipazione finanziaria quale società d'investimento è di difficile demarcazione, poiché, se si pensa a una società di partecipazione finanziaria che faccia ricorso alla raccolta di capitali sul mercato, questa è tendenzialmente aperta al pubblico; ciò corrisponde altresì a uno dei principali caratteri di un OICR, per cui è di difficile comprensione il motivo per cui questa caratteristica costituisca una causa di esclusione dalla disciplina Europea sui fondi alternativi d'investimento.

Pertanto, parrebbe in realtà preferibile una inclusione delle SPAC nella categoria degli OICR in forma societaria, soprattutto avendo riguardo alla raccolta di capitali sul mercato che costituisce una delle principali ed essenziali caratteristiche delle SPAC a livello societario.

Invero, l'attività imprenditoriale della SPAC sembra limitata meramente al momento della proposta di acquisizione: un profilo così temporalmente e funzionalmente limitato sarebbe tale da rendere forzata una interpretazione diversa che assimilasse tali società alle Società di partecipazione finanziaria.

3. SPAC e crisi d'impresa

Si è visto come le SPAC non siano semplici veicoli d'investimento per facilitare acquisizioni e fusioni (paragrafi 1 e 2).

In particolare, le SPAC possono anche essere impiegate quale strumento di finanziamento per imprese e, in tal modo, risultano idonee a fornire credito alla società *target* anziché acquisirla (paragrafo 2).

In questo ultimo caso, abbiamo osservato che le SPAC sarebbero a buon titolo da considerarsi intermediari finanziari che prestano servizi d'investimento e, di conseguenza, soggette a una serie di norme del TUB, e soprattutto per ciò si riferisce ai limiti alla creazione di sistemi bancari collaterali.

Poste tali premesse, non rappresenta un esercizio di scuola quello di verificare la possibilità di ricorrere alle SPAC per affrontare la crisi attualmente in corso e predisporre le basi per rendere disponibile alla cultura societaria, imprenditoriale e finanziaria uno strumento giuridico, di derivazione anglofona, ma di facile importazione nel nostro sistema.

L'emergenza COVID-19 ha esacerbato le situazioni di crisi societaria e ha reso ancor più evidente come la struttura in sé della crisi d'impresa debba essere affrontata, anche in campo nazionale, sia con soluzioni flessibili e dinamiche e sia in cerca di innovazione.

In tale visione, le SPAC rappresentano una occasione d'uso particolarmente versatile, affidabile perché già testata in altri contesti nazionali e le cui possibilità di applicazione sono al momento senza limiti una volta che vengano inquadrare e viste come strumenti di creazione di ricchezza e, per estensione, di "salvataggio" per le imprese in stato di sofferenza.

Orbene, a causa dell'emergenza COVID-19, l'entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, che sostituirà l'attuale legge fallimentare, è stata ulteriormente posticipata; all'art. 6 di tale testo di legge si prevede, infatti, un differimento al 1 settembre 2021 (quando originariamente l'entrata in vigore era attesa per il 15 agosto 2020). Tale lasso di tempo potrebbe ben essere speso, da un lato,

provando sul campo la bontà delle SPAC, raccogliendo i dati necessari per una valutazione comparativa rispetto ad altri strumenti potenzialmente (se non effettivamente) impiegati; dall'altro lato, se i risultati si rivelassero, come auspicabile per l'economia, appunto positivi, il legislatore della riforma avrebbe il tempo necessario per emendare, se possibile e se ne ricorresse l'opportunità, il testo di legge e integrare con le necessarie disposizioni attuative e/o integrativi i Testi adottati per regolare il mondo della finanza.

Inoltre, tra gli strumenti di risoluzione della crisi, la riforma del 2015 ha modificato l'ultimo comma dell'art. 160 della Legge Fallimentare, che ha introdotto, nel concordato preventivo, il limite della soddisfazione del 20% dei creditori chirografari. In tal modo, il numero dei piani concordatari presentati nei tribunali italiani si è drasticamente ridotto, mentre, hanno acquisito più visibilità i Piani di continuità aziendale che prevedono, per la loro predisposizione, l'elaborazione di proiezioni di ricavi nel futuro (normalmente parametrate ai futuri cinque anni).

Il risultato di questo cambio di tendenza calato nelle maglie di una crisi finanziaria come quella del COVID-19 è quello di rendere difficile (pur se auspicabile) la previsione di un flusso di cassa generato dall'attività d'impresa, proprio per via dell'incertezza delle condizioni del mercato su cui l'azienda si trova a operare, al momento in estrema difficoltà per le drammatiche condizioni in cui l'economia italiana versa.

Questa mera constatazione empirica, se riferita alle micro e piccole medio imprese (MPMI) rischia di assumere contorni drammatici e tradursi in conseguenze reali devastanti per il Paese, gli imprenditori, gli investitori e il sistema tutto.

Per ciò, potrebbe rappresentare una occasione di buon senso il tentativo di supportare i Piani di continuità aziendale attraverso l'acquisizione da parte di una SPAC o mediante il finanziamento attraverso di essa per un periodo, indicativo e esemplificativo, di cinque anni.

Invero, in un'ottica più specifica di ristrutturazione aziendale, la società in difficoltà potrebbe cedere un ramo d'azienda a una SPAC (con una procedura c.d. *carve-out M&A transaction*) o elaborare contratti più complessi di cessione parziale con clausole

di riacquisto o quanto l'autonomia dei privati potrebbe elaborare nei limiti dell'ordine pubblico e della meritevolezza.

Le SPAC offrono ai singoli investitori un'opportunità che in precedenza era consentita solo agli investitori accreditati e/o istituzionali, quella della quotazione in Borsa e l'accesso a certe forme di capitalizzazione. Per di più, la raccolta del capitale avviene in termini molto più rapidi se raffrontata con quella dei fondi di *private equity*, poiché il collocamento pubblico trae sostegno dal supporto di intermediari finanziari incaricati dalla SPAC di effettuare la distribuzione dei titoli della SPAC presso il pubblico dei risparmiatori.

In tal senso, le azioni delle SPAC possono negoziarsi sul segmento professionale del mercato MIV ("Mercato telematico degli *investment vehicles*") ovvero ricorrendo al sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale) non soggetto alla CONSOB, dove le SPAC si sono giovate dell'inclusione nella categoria delle "società di investimento", essendo state definite come "società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico".

4. Conclusioni

Le prime quotazioni in Borsa Italiana delle SPAC risalgono al 2011, quando sul segmento MIV è approdata *Italy 1 investment S.A. società anonyme* di diritto Lussemburghese e sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia si è collocata *Made in Italy S.p.A.*.

In sintesi, la SPAC raccoglie i capitali per acquisire PMI con la quale si aggrega e che, a sua volta, al termine della fusione, di riflesso beneficia dell'avvenuta quotazione.

L'operazione è all'inizio sostenuta da parte dei promotori. Le caratteristiche dell'aggregazione e le evidenze empiriche fanno intravedere una certa solidità stanti ampi diritti di recesso e remunerazioni che giungono dopo l'approvazione della *business combination*. Un'altra garanzia risiede nel fatto che, l'investimento effettuato dalla SPAC sarà di prassi interamente realizzato in una singola società

target, senza che i soci possano beneficiare della diversificazione negli investimenti caratteristica invece di un fondo di *private equity*.

In tale prospettiva, le SPAC, anche in presenza di un evento che incida in maniera tanto traumatica sui mercati come l'attuale ceppo di Coronavirus, rappresentano un'impostazione di supporto durevole con vantaggi sia per gli investitori sia per gli azionisti della società aggregata. E se a volte si può vedere nella *business combination* il punto debole della struttura (che si giova della possibilità di negoziare il prezzo di acquisizione direttamente tra le parti ma sconta l'estemporaneità dell'incontro tra domanda e offerta), proprio la crisi e la necessità di liquidità rappresentano il più fecondo momento per creare questi legami: più imprese in cerca di liquidità, più occasioni da cogliere, più ricchezza da strutturare.

Prova ne è che le SPAC sono state adoperate dai marchi d'eccellenza del *Made in Italy* per arrivare alla quotazione in Borsa Italiana e ne fa una valida alternativa per canalizzare capitali nell'economia reale a favore delle PMI italiane. Dal 2011 al 2018, sono state quotate 28 SPAC, per una raccolta complessiva superiore a 3,8 miliardi di Euro (di cui 17 hanno completato la *business combination*); le quotazioni sono proseguite anche con operazioni più ambiziose (si veda la SPAC *Illimity*, nata dalla fusione di Banca Interprovinciale e la SPAC di Corrado Passera SPAXS).

Le criticità legate allo scenario attuale rendono favorevole il ricorso e lo sviluppo delle SPAC, così come anche l'inaspettato e rilevante, in termini di raccolta, successo dei Piani Individuali di Risparmio che sta proponendo sul mercato italiano capitali che ricercano un investimento da finanziare (a cui si aggiunga una raccolta ancora non completamente smaltita di SPAC per cifre intorno ai 4 miliardi di Euro stando alle ultime stime).

Le SPAC possono rappresentare lo sbocco ideale per quei capitali, rappresentando un ottimo punto di incontro tra le esigenze degli investitori e degli imprenditori.

In tempo di COVID si è registrato un caso concreto, di cui si attendono gli esiti, ma che dimostra come la filosofia delle SPAC ben possa adattarsi alle difficoltà attuali.

La Società Borgosesia, sviluppatore immobiliare quotato sul mercato MTA di Borsa Italiana, "*dovendo mettere in conto comunque un rallentamento dei flussi finanziari in entrata, [...] ha avviato una attività di ricerca, in via cautelativa, di risorse addizionali*",

nonché a seguito di una complessa ristrutturazione societaria, ha deliberato la costituzione di BGS Club Spac, prima “multi spac” dedicata agli investimenti alternativi in *special situation*. Da qui il passo a che la SPAC stessa diventi assuntore in un concordato o assurga a vettore dal quale far assorbire i *bad assets* di un’impresa per poi dissolversi non pare lontano.

Le SPAC, quindi, dopo le numerose quotazioni avvenute nel biennio precedente, non sono più solo un efficace strumento per consentire l’accesso delle PMI al mercato dei capitali nonché l’espansione di quest’ultime, ma anche un concreto sostegno in casi di crisi di liquidità, finanziaria e economica.

Prof. Andrea Borroni

Avvocato in Milano, Regional Managing Partner (Italy) SPACs Consultancy LTD,
Direttore del Master in “*Islamic Banking and Finance*” dell’ICC

Daniele D’Alvia

CEO and Founder SPACs Consultancy LTD, Associate Lecturer in Banking and
Finance Law at Queen Mary University of London.