

# UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

## SEDE DI MILANO

Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative

Corso di Laurea in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari  
Profilo Finanza



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

Tesi di Laurea Magistrale

ESG Rating e SPACs IPOs: un approccio empirico

Relatore:

Prof. Carlo Bellavite Pellegrini

Candidato:

Federico Turchi

Matricola n. 5006937

Anno Accademico 2021/2022



## **INDICE**

<b><i>INTRODUZIONE</i></b>	<b>5</b>
<b><i>CAPITOLO 1 - SPACs</i></b>	<b>8</b>
1.1 – Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	8
1.2 – Caratteristiche delle SPACs	9
1.3 – Il meccanismo operativo delle SPACs	11
1.4 – Differenza tra SPACs, private equity e venture capital	14
1.5 – Le SPACs merger (De-SPAC) e le differenze con un’IPO	15
1.6 – Lo sviluppo delle SPACs	17
La genesi delle SPACs	17
Dal 1929 al 1980	18
Dagli anni 80 al 2003	19
Le SPACs oggi	20
Tendenze future nelle SPACs	25
1.7 - Gli stakeholder di una SPAC e i loro incentivi	28
Team di gestione nelle SPACs	28
I sottoscrittori: incentivi e caratteristiche	29
Gli investitori e i loro incentivi	31
1.8 - Correlazione tra SPACs e sostenibilità: introduzione sugli investimenti sostenibili	32
ESG & Socially Responsible Investment	32
ESG factors	33
Gli investimenti sostenibili	34
1.11 - Confronto tra SPACs, fondi comuni di investimento e hedge fund per l’attivismo sostenibile: analisi degli investimenti e impatto sulle performance finanziarie	43
<b><i>CAPITOLO 2 - LETTERATURA ACCADEMICA</i></b>	<b>48</b>
2.1 – Introduzione	48
2.3 – Literature review & rendimenti delle SPACs attiviste	56
2.4 – L’evoluzione dell’accesso ai dati ESG nella ricerca sulle SPACs attiviste dopo la reverse merger	57
2.5 – Considerazioni di literature review sulla corporate governance delle SPACs attiviste	62
<b><i>CAPITOLO 3 - ANALISI EMPIRICA</i></b>	<b>66</b>
3.1 – Introduzione	66
3.2 – Definizione del campione	66
3.3 – Creazione dei campioni statistici	70

3.4 – Metodologia	72
3.5 – Selezione delle variabili statistiche	80
3.6 – Analisi delle statistiche descrittive	84
3.7 – Relazioni bivariate tra le variabili ESG e rendimento	89
3.8 – Selezione e affinamento del modello di regressione lineare attraverso analisi sistematiche	90
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>97</b>
Riepilogo analitico dei risultati	97
Conseguenze teoriche e applicative	99
Limiti dello studio e prospettive per ulteriori indagini	99
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>101</b>
<b>SITOGRAFIA</b>	<b>105</b>



## INTRODUZIONE

Il crescente interesse verso le tematiche ESG e l'evoluzione delle SPAC nel panorama finanziario contemporaneo pongono in evidenza la necessità di un'analisi accurata che permetta di comprendere i meccanismi sottostanti e le possibili interazioni tra questi fenomeni. In questo contesto, la presente tesi aspira a esplorare ulteriormente le tematiche relative alle SPAC e ai rating ESG, arricchendo il dibattito esistente e ampliando la comprensione delle dinamiche che influenzano la performance di tali veicoli di investimento. La ricerca intende, inoltre, proporre un quadro teorico e metodologico coerente e approfondito, con l'obiettivo di fornire uno strumento di riferimento per ulteriori studi e analisi in questo campo di indagine.

Dopo aver delineato l'importanza e l'obiettivo del presente lavoro, nei capitoli successivi verranno esposti in dettaglio i seguenti argomenti.

Il primo capitolo della presente tesi mira ad esaminare due ambiti rilevanti di indagine: le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) e la sostenibilità, con un focus sull'intersezione tra questi due fenomeni.

Nell'analisi del primo ambito la tesi introduce le SPAC, fornendo una definizione esaustiva e dettagliata della loro natura e struttura, seguita da una disamina delle caratteristiche tecniche peculiari di tali entità. In particolare, viene evidenziato il potenziale offerto dalla forma societaria Blank Check Company per gli investitori e le imprese. Successivamente, viene descritto il funzionamento delle SPAC mediante l'indagine approfondita dei processi di reverse merger, degli strumenti finanziari impiegati e delle modalità di finanziamento. Dopo aver illustrato le varie sfaccettature delle SPAC, l'analisi procede con una valutazione comparativa delle differenze con i fondi di private equity e venture capital, esaminando le somiglianze e le discrepanze, soprattutto riguardo alle modalità di investimento nelle società. Inoltre, si effettua un confronto tra le operazioni di reverse merger delle De-SPAC e le IPO tradizionali nel processo di quotazione delle aziende, analizzando il ruolo innovativo delle SPAC in tale contesto.

Il capitolo prosegue con un'analisi storica dello sviluppo delle SPAC, esaminando la loro genesi nel XVII secolo, il loro progresso negli Stati Uniti tra il 1929 e il 1980, gli sviluppi normativi e le sfide affrontate tra gli anni '80 e il 2003 e la loro evoluzione fino ai giorni nostri. Questa disamina storica consente di comprendere come le caratteristiche

fondamentali delle SPAC siano state plasmate dalle esigenze degli investitori e dalle necessità normative intese a tutelare gli stessi. Infine, il capitolo analizza gli stakeholder delle SPAC e i loro incentivi, al fine di esaminare le possibili convergenze e conflitti di interessi, nonché l'interazione di tali interessi all'interno dell'ecosistema delle SPAC.

Per quanto concerne il secondo ambito di indagine, la tesi si sofferma sulla definizione degli ESG Factors e degli investimenti sostenibili, analizzandone la crescente popolarità nel panorama attuale degli investimenti e il loro impatto sulle SPAC. Questo argomento viene ripreso in un paragrafo successivo, nel quale viene esplorata l'interazione tra gli ESG e le De-SPAC come nuovo paradigma degli investimenti, analizzando l'emergere dell'Impact Investing. In tale contesto, la tesi esamina il ruolo delle SPAC come potenziale strumento per realizzare investimenti ad impatto e come le SPAC attiviste possano inserirsi nell'attuale panorama di mercato, affiancando i fondi di venture capital e gli hedge fund come soluzione più efficiente per generare un impatto sostenibile. Inoltre, vengono presentati alcuni casi studio di SPAC attiviste, mettendo in luce le opportunità offerte agli investitori non istituzionali di partecipare a campagne di attivismo sostenibile e di beneficiare dei potenziali rendimenti derivanti da tali iniziative.

Il secondo capitolo si propone di condurre un'approfondita analisi delle principali ricerche che esaminano l'interazione tra le SPAC e gli ESG factors. L'obiettivo è quello di esplorare analiticamente le diverse sfaccettature di tale interazione, focalizzandosi sull'analisi delle performance e sulle considerazioni relative alla Corporate Governance.

L'indagine della letteratura scientifica adotta un approccio storico per contestualizzare adeguatamente gli studi condotti su questi temi. Partendo dalle prime analisi incentrate sulla struttura delle SPAC, si intende evidenziare l'evoluzione del dibattito accademico e professionale e il progresso delle conoscenze in questo ambito. Questa prospettiva storica consente di comprendere appieno le motivazioni e le implicazioni delle varie fasi di sviluppo delle SPAC.

Nel corso dell'analisi, si mettono in luce le caratteristiche strutturali delle SPAC che influenzano la performance azionaria. L'attenzione alla differenziazione per settore di attività e per classe di investitore consente di valutare l'impatto di tali caratteristiche in

contesti diversi e di comprendere come le dinamiche del mercato possano interagire con la struttura delle SPAC.

Il capitolo comprende inoltre un focus sui rendimenti delle SPAC attiviste, presentando report recenti prodotti da società di consulenza e banche di investimento. L'analisi di questi documenti fornisce una panoramica delle tendenze attuali nel settore delle SPAC attiviste e delle strategie adottate dagli operatori del mercato per massimizzare i rendimenti.

Infine, si sottolinea la difficoltà nel reperire dati ESG adeguati a condurre un'analisi approfondita delle performance. La carenza di dati affidabili limita la possibilità di trarre conclusioni solide riguardo all'effetto degli ESG factors sulle performance delle SPAC, evidenziando la necessità di ulteriori studi e di un maggiore impegno da parte degli stakeholder nella raccolta e diffusione di informazioni pertinenti.

Il terzo capitolo mira a esplorare, con un'analisi quantitativa, la possibile relazione statistica tra i punteggi ESG e la performance azionaria delle aziende coinvolte nelle acquisizioni tramite SPAC. L'indagine si basa su un modello che esamina i 12 mesi successivi alla finalizzazione dell'acquisizione, cercando di delineare le performance a lungo termine delle aziende con un approccio attivista ESG. Il capitolo analizza anche l'efficacia delle strategie di investimento ESG delle SPAC attiviste, esplora la metodologia teorica utilizzata e presenta le fonti di dati impiegate. Infine, vengono presentati i risultati ottenuti e i test di robustezza per garantire la solidità delle conclusioni.



## CAPITOLO 1

### SPACs

Il capitolo si propone di offrire una panoramica completa ed approfondita dei due ambiti di indagine, le SPAC e la sostenibilità, analizzando le loro interconnessioni e interazioni. Il testo si impegna a esplorare in modo analitico e accurato le varie dimensioni di questi fenomeni, nonché a delineare il contesto storico e normativo che li ha plasmati nel corso del tempo. Attraverso un approccio complesso e rigoroso, il capitolo mira a gettare le basi per una comprensione approfondita delle dinamiche che caratterizzano le SPAC e gli investimenti sostenibili, e a fornire una solida base per ulteriori ricerche e discussioni su questi temi emergenti e rilevanti.

#### 1.1 – Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

Una “Special Purpose Acquisition Company<sup>1</sup>” – identificata con l’acronimo SPAC<sup>2</sup> – è una holding formalmente costituita e registrata<sup>3</sup> nella forma di “Blank Check Company<sup>4</sup>”, istituita in seguito all’operato congiunto di un collettivo di promoters, generalmente contraddistinti da una considerevole reputazione professionale e conoscenza di settori specifici di mercato che, con il supporto di specialisti qualificati nel ramo M&A e Private Equity, perseguono una mobilitazione di capitali – con l’emissione dei propri titoli su un

---

<sup>1</sup> I concetti espressi nella nota sono stati modificati dall’autore a partire dalla definizione fornita dal sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) – Appunti sulle “Special Purpose Acquisition Companies” (“SPAC”): Si noti che, sebbene l’argomento trattato nella tesi si riferisca alle Special Purpose Acquisition Company negli Stati Uniti, nel panorama giuridico italiano la configurazione tipica di una SPAC può essere ottenuta tramite l’utilizzo del modello previsto per le società per azioni. In particolare, le SPAC sono soggette a definizione e disciplina specifiche nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., ove sono annoverate tra le “società costituite con l’obiettivo di acquisire un business il cui oggetto sociale esclusivo prevede l’investimento in via prevalente in una società o attività nonché le relative attività strumentali”, o tra le società il cui progetto di investimento non è stato ancora avviato o completato, e/o che si caratterizza in termini di particolare complessità. Tali società emettono azioni negoziate sul segmento professionale del mercato “MIV” (“Mercato telematico degli Investment Vehicles”), riservato agli investitori professionali. In alternativa, le quotazioni delle SPAC possono avvenire, oltre che sul MIV, anche sull’AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, ove sono qualificate come “società costituite con l’obiettivo di acquisire un business specifico”, e incluse nella categoria delle “società di investimento”.

<sup>2</sup> Per motivi di brevità e per facilitare la lettura, nella presente trattazione verrà utilizzato l’acronimo “SPAC” al posto della denominazione completa “Special Purpose Acquisition Company”.

<sup>3</sup> Si precisa che ogni riferimento legislativo effettuato all’interno del presente lavoro si riferisce esclusivamente al contesto normativo statunitense, in quanto la trattazione in oggetto riguarda esclusivamente la trattazione delle SPACs negli Stati Uniti.

<sup>4</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) - Glossario: Blank Check Company. Recuperato da <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>:

“Una società in bianco è una società in fase di sviluppo che non ha un piano o uno scopo commerciale specifico o ha indicato che il suo piano commerciale è quello di impegnarsi in una fusione o acquisizione con una o più società non identificate, un'altra entità o una persona”.

mercato regolamentato, o un Mtf<sup>5</sup> – attraverso una quotazione IPO per il successivo finanziamento, in un lasso di tempo limitato<sup>6</sup>, di un'operazione di fusione societaria con un target privato già esistente, finalizzando una transizione di quest'ultimo a società pubblica quotata.

## 1.2– Caratteristiche delle SPACs

Le SPAC rappresentano una forma di società quotata che consente alle aziende private di piccole dimensioni di evitare le complessità e i costi associati alla quotazione tradizionale. Nella maggior parte dei casi, le SPAC permettono di effettuare un processo di quotazione inversa o “reverse merger<sup>7</sup>”, fenomeno particolarmente diffuso nel contesto americano. Nello specifico, per effettuare una business combination, la SPAC ha diverse opzioni, tra cui l'acquisto delle azioni della società target dagli attuali soci, la sottoscrizione di nuove azioni emesse dalla società target o la fusione diretta o inversa tra la SPAC e la società target. In genere, la fusione inversa è il metodo più comune per completare l'operazione.

Il periodo di tempo che intercorre tra l'offerta pubblica iniziale della SPAC e la fusione con la società privata è generalmente di 18-24 mesi. In questo periodo, gli investitori hanno la possibilità di valutare le capacità di investimento e la visione del management team della SPAC, che rappresenta il punto focale di questo processo. La SPAC, infatti, non possiede attività operative né un business plan concreto, ma si basa principalmente sulla credibilità e sulla reputazione dei promotori. In altre parole, l'investimento in una SPAC non ancora fusa equivale a una valutazione delle capacità di investimento e della visione dei promotori della stessa, piuttosto che alla valutazione di un'azienda esistente con un track record.

La protezione degli investitori in questo tipo di investimento deriva proprio dalla valutazione delle capacità di investimento e della visione dei promotori, che rappresentano il fattore chiave per il successo della SPAC. Inoltre, il processo di quotazione inversa

---

<sup>5</sup> Borsa Italiana – Glossario: Mtf. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sistemi-multilaterali-di-negoziazione.html>: “Sistemi di contrattazione privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa.”

<sup>6</sup> 18-24 mesi

<sup>7</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) - Glossario: Reverse Merger. Recuperato da <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/reverse>: “In un'operazione di fusione inversa, una "società di comodo" pubblica esistente, che di solito è una società pubblica con poche o nessuna attività, acquisisce una società operativa privata, di solito una società che sta cercando di accedere a finanziamenti nei mercati dei capitali statunitensi.”

consente alle aziende private di evitare alcune delle complessità e dei costi associati alla quotazione tradizionale, aprendo la possibilità di un accesso più agevole al mercato dei capitali.

Ciascuna delle proprietà tecniche specifiche di una SPAC è strumentale alla realizzazione di finalità prefissate dal management team e contribuisce al conseguimento di un risultato desiderato; per tale ragione, una SPAC viene costituita come veicolo societario che opera sotto forma di società in bianco, poiché offre una serie di opportunità e benefici sia per gli investitori che per la società target e i promoter, rendendola, di conseguenza, un'opzione attraente per ognuna delle parti citate.

Nel dettaglio, una SPAC istituita nella forma giuridica di veicolo societario rappresenta da un lato un'opportunità vantaggiosa per gli investitori<sup>8</sup>, in quanto consente loro di partecipare a operazioni generalmente speculative di corporate combinations che altrimenti potrebbero non essere disponibili, e dall'altro lato per le società target, le quali possono accedere a una fonte alternativa di finanziamento rispetto all'IPO tradizionale, beneficiare di una struttura consolidata per la fusione e sfruttare opportunità di crescita dovute all'aumento della propria visibilità, grazie all'accesso sul mercato dei capitali.

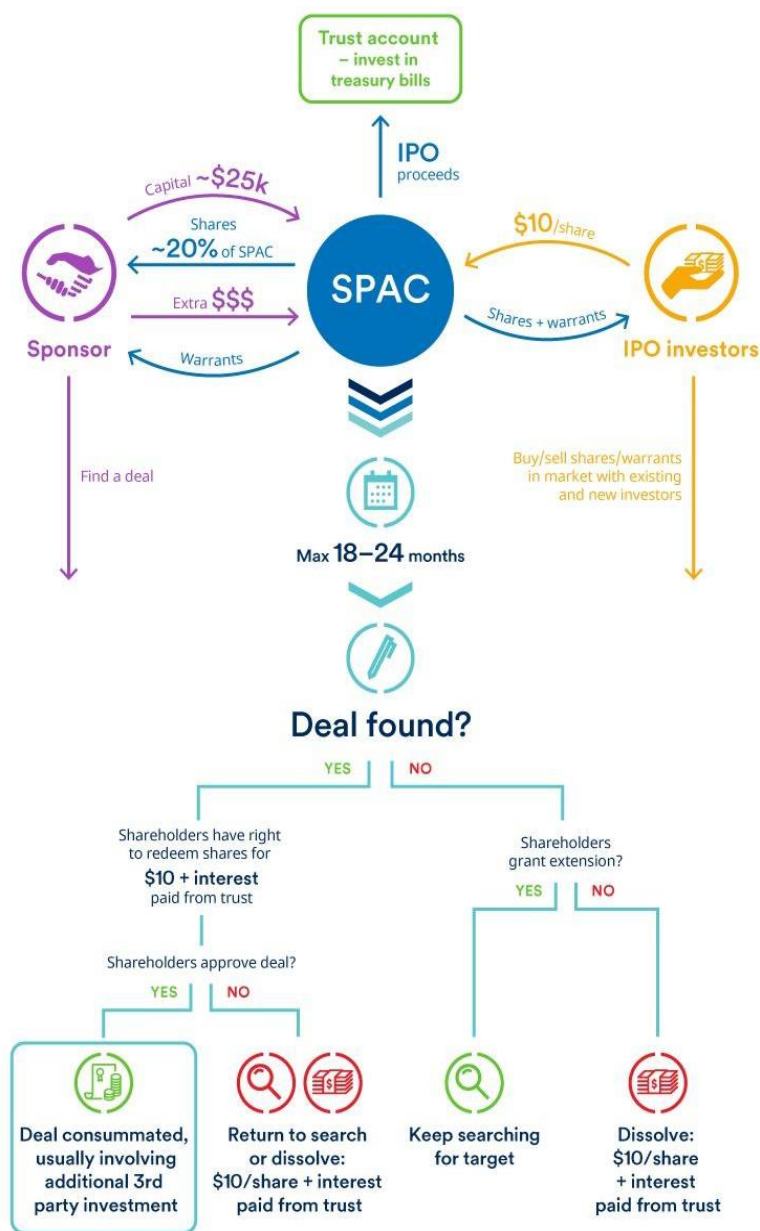
Parallelamente, costituire una SPAC in forma di Blank Check Company – ovvero in una società che non possiede un'attività operativa sottostante e che non dispone di attività diverse da liquidità e investimenti limitati, compresi i proventi dell'IPO – è utile, in primo luogo, per il management team della SPAC, il quale può concentrarsi esclusivamente nell'identificazione di opportunità che soddisfino gli obiettivi di investimento prefissati con maggiore flessibilità e tempo; e, in secondo luogo, è efficiente per le società che desiderano quotarsi in borsa, poiché possono bypassare il processo di IPO tradizionale beneficiando della quotazione della SPAC in fase costitutiva. Inoltre, a parità di alternative, la quotazione della SPAC è una soluzione più efficiente in termini di complessità e costi rispetto ad una quotazione diretta del target, grazie alla struttura finanziaria semplificata del veicolo societario.

---

<sup>8</sup> L'insieme degli investitori comprende sia gli investitori istituzionali che quelli retail, considerati complessivamente.

### 1.3 – Il meccanismo operativo delle SPACs

In Figura 1:1, la procedura di quotazione di una SPAC prevede la quotazione della società attraverso un processo di IPO (offerta pubblica iniziale) alla Borsa di New York o al NASDAQ. Al momento dell’inserimento nel listino di borsa, la maggior parte delle SPAC emette le proprie azioni al prezzo standard di 10\$ per azione, al fine di facilitare il



**Figura 1.1:** *SPAC life-cycle*: Questa figura rappresenta un’ampia panoramica sulle fasi di vita di una SPAC, dalla sua costituzione iniziale fino alla fusione con la target company. In particolare, la figura mostra le tre parti principali di una SPAC: sponsor, investitori pubblici e investitori privati. Lo sponsor è il fondatore della SPAC, il quale raccoglie fondi attraverso l’IPO. Gli investitori pubblici sono gli azionisti della SPAC che partecipano all’IPO. Gli investitori privati sono gli investitori che forniscono finanziamenti aggiuntivi alla SPAC. La figura illustra inoltre le azioni che vengono intraprese durante il processo di acquisizione di

un'azienda, inclusa la scelta dell'azienda target, la due diligence, la negoziazione e la chiusura dell'operazione o in caso di liquidazione della SPAC.

processo di offerta pubblica iniziale e rendere le azioni accessibili agli investitori a un prezzo relativamente basso. Tale strategia di prezzo può inoltre agevolare il raggiungimento di un target di investitori più ampio.

Le quote delle SPAC sono solitamente costituite da un'azione ordinaria e da una frazione di warrant<sup>9</sup> gratuito, che consiste in un'opzione di acquisto a un prezzo prefissato offerta agli investitori come incentivo. Il rapporto di cambio tra le azioni ordinarie e i warrant gratuiti può variare, ma solitamente è compreso tra 1:6 e 1:1.

Tale scelta di struttura finanziaria può influenzare la percezione degli investitori sulla sicurezza e sulla redditività dell'investimento. Infatti, dal punto di vista della sicurezza per gli investitori, il legislatore americano prevede tramite disposizioni di legge che i fondi raccolti durante il processo di IPO della SPAC siano depositati in fondi fiduciari, ovvero fondi di garanzia che vengono bloccati fino al completamento dell'operazione di fusione e che comportano l'investimento dei fondi in titoli di stato americani. Questo meccanismo consente di garantire la corretta esecuzione dell'operazione e di tutelare gli investitori, che vedono garantiti i propri investimenti anche in caso di mancato accordo. La quantità di fondi depositati in un conto a garanzia può influenzare la capacità della SPAC di raggiungere i propri obiettivi di acquisizione e di conseguire il successo in termini di capitalizzazione e di performance finanziaria.

Dopo la quotazione iniziale, la SPAC ha come obiettivo primario l'individuazione di una società non quotata con un elevato potenziale di crescita e sviluppo, entro un periodo di tempo specifico precedentemente specificato nel prospetto costitutivo della SPAC.

Nel caso in cui l'operazione di fusione e acquisizione con il target privato avvenga senza complicazioni ed entro il termine prefissato, i fondi raccolti in sede di IPO vengono svincolati dal conto fiduciario e utilizzati per pagare il corrispettivo dell'operazione di acquisizione. Qualora, invece, l'operazione di fusione non andasse a buon fine entro il termine stabilito – ad esempio la SPAC potrebbe non essere in grado di trovare un'adeguata

---

<sup>9</sup> Investopedia - Glossario: Warrant. Recuperato da <https://www.investopedia.com/terms/w/warrant.asp>: “I warrant sono strumenti derivati che conferiscono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere un titolo - più comunemente un'azione - a un determinato prezzo prima della scadenza. Il prezzo al quale il titolo sottostante può essere acquistato o venduto viene definito prezzo di esercizio.”

società target per la fusione, o gli azionisti della SPAC potrebbero votare contro il progetto di fusione con la società target – verrebbe a determinarsi la liquidazione e la distribuzione dei fondi raccolti dall'IPO agli investitori dal conto fiduciario, insieme agli interessi maturati. Ciò nonostante, grazie a questa opzione di riscatto, la garanzia di ritorno del capitale per gli investitori della SPAC viene sempre garantita.

È bene notare, tuttavia, che tale opzione introduce un elemento di incertezza per il management team della SPAC riguardo all'ammontare di liquidità disponibile per il consolidamento, in quanto alcuni azionisti potrebbero decidere di riscattare le proprie azioni in qualsiasi momento, riducendo così la quantità di denaro effettivamente disponibile per l'operazione di acquisizione. Per mitigare tale incertezza e facilitare l'accordo di fusione, la società target può negoziare l'importo minimo di denaro che deve essere consegnato alla società in seguito al completamento dell'operazione, un accordo conosciuto come "minimum cash condition". In particolare, tale accordo stabilisce l'importo minimo di denaro che la SPAC deve consegnare alla società target al momento della fusione, al fine di garantire l'effettiva realizzazione dell'operazione di acquisizione e limitare l'incertezza dei fondi disponibili per l'acquisizione stessa.

Dopo la quotazione della SPAC, lo sponsor inizia a cercare aziende target con le quali potrebbe collaborare. Una volta identificata la società target, lo sponsor e l'azienda inizieranno a negoziare i termini della loro fusione. Se i termini vengono concordati, verrà stipulata una lettera di intenti ("LOI"<sup>10</sup>) e, nella maggior parte dei casi, verrà avviata una raccolta di fondi da investitori istituzionali, nota come "Private Investment in Public Equity" ("PIPE"<sup>11</sup>), che rappresenta un'ulteriore fonte di capitale per l'operazione di fusione. Questa fase può richiedere da tre a sei settimane e prevede il coinvolgimento di un gruppo di investitori che fornisce denaro aggiuntivo alla SPAC in cambio di un collocamento privato delle azioni pubbliche della stessa; i fondatori, talvolta, investono

---

<sup>10</sup> La LOI (Letter of Intent) è un documento scritto in cui una SPAC indica la propria intenzione di acquisire un'azienda target e stabilisce i termini generali dell'operazione. La LOI fornisce all'azienda target una certezza sulla transazione e serve come base per la successiva fase di due diligence, in cui la SPAC verifica i dettagli finanziari e operativi dell'azienda target. Tuttavia, la LOI non rappresenta un impegno vincolante per la SPAC.

<sup>11</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) - Glossario: Reverse Merger. Recuperato da <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/pipe-offerings> "In un'offerta PIPE, gli investitori si impegnano ad acquistare un certo numero di azioni vincolate da una società a un prezzo specifico. La società si impegna, a sua volta, a depositare una dichiarazione di registrazione per la rivendita, in modo che gli investitori possano rivendere le azioni al pubblico. Nella misura in cui aumentano l'offerta di azioni di una società sul mercato, le offerte PIPE possono potenzialmente diluire il valore delle azioni esistenti."

direttamente nelle PIPE per un maggior coinvolgimento nell'operazione. La presenza delle PIPE può essere considerata una mossa strategica per aumentare la quantità di denaro a disposizione e garantire il successo dell'operazione di fusione.

Se la fusione viene approvata dagli azionisti e la SPAC dispone ancora di liquidità sufficiente dopo il riscatto per soddisfare i termini dell'accordo di fusione negoziato con la società target, la fusione aziendale è completata.

#### **1.4 – Differenza tra SPACs, private equity e venture capital**

La flessibilità della struttura della SPAC consente l'adeguamento a vari scopi di acquisizione, configurandosi come una soluzione ottimale per l'acquisizione di società private e di altri beni. Tale flessibilità è in parte riconducibile alla natura ibrida delle SPAC, che si collocano in un continuum tra fondi di private equity e fondi di venture capital, integrando alcune caratteristiche tipiche di entrambi.

In particolare, le SPAC hanno somiglianze con i fondi di private equity e di venture capital in termini di obiettivo di investimento in quanto entrambi mirano a investire in aziende o asset con l'obiettivo di generare un rendimento finanziario. Inoltre, le SPAC, come i fondi di private equity e di venture capital, sono spesso gestiti da un gruppo di professionisti esperti con una solida comprensione del mercato e delle opportunità di investimento. Infine, entrambi i fondi di private equity e venture capital, così come le SPAC, utilizzano il finanziamento a lungo termine per supportare le loro attività di investimento.

Tuttavia, le SPAC differiscono dai fondi di private equity e dai fondi di venture capital sotto diversi aspetti, tra cui la struttura, il modello di investimento, le fonti di finanziamento, la due diligence e l'orizzonte temporale, nonché la compensazione del management.

La struttura delle SPAC è flessibile, in modo da poter adattarsi a diversi obiettivi di acquisizione, a differenza dei fondi di private equity e di venture capital che hanno una struttura più rigida. Il modello di investimento delle SPAC è diverso poiché utilizza capitali raccolti dal mercato per acquisire società private e altri asset, mentre i fondi di private equity e venture capital dipendono da fonti di finanziamento tradizionali, come investitori istituzionali e di venture capital. Anche la due diligence e l'orizzonte temporale sono diversi poiché le SPAC tendono a concentrarsi su un singolo obiettivo di acquisizione, mentre i

fondi di private equity e venture capital hanno un orizzonte temporale più lungo e si concentrano su un portafoglio di investimenti. Infine, la remunerazione del management è differente poiché le SPAC hanno una remunerazione basata sulla performance, mentre i fondi di private equity e venture capital si basano sulla gestione del portafoglio.

## **1.5 – Le SPACs merger (De-SPAC) e le differenze con un’IPO**

La De-SPAC, ovvero il processo di fusione tra una SPAC e un'azienda target con conseguente quotazione in borsa, rappresenta un meccanismo finanziario altamente innovativo, in grado di coniugare i vantaggi di diverse modalità di finanziamento, tra cui la quotazione diretta, le fusioni e acquisizioni, le quotazioni backdoor e i fondi di private equity.

Uno dei principali vantaggi di questo processo consiste nella possibilità per i promotori di ottenere considerevoli ritorni, grazie all'uso della leva finanziaria prevista dalla struttura azionaria. La società target, infatti, è solita trasferire una rilevante quota di azioni (di solito il 20% del capitale sociale totale post-fusione) ai promoters in cambio dell'effettuazione dell'operazione e ha la funzione di incentivo; ciò significa che lo sponsor riceve il 20% del valore complessivo della società dopo il completamento dell'operazione di aggregazione. In tal modo, i fondi investiti dal promotore della SPAC nella fase iniziale verranno convertiti in una determinata proporzione del capitale azionario totale della società quotata e generalmente potranno beneficiare di un rendimento dell'investimento superiore a quello che si avrebbe con la sottoscrizione dell'IPO tramite una banca d'investimento.

Inoltre, l'investimento in una SPAC viene valutato dagli investitori come un'occasione per esaminare la capacità professionale di investimento e la visione del promotore della SPAC. Qualora gli azionisti non condividano il piano di investimento della SPAC, essi avranno la facoltà di richiedere il rimborso delle loro azioni, riaffermando il ruolo di tutela dell'investitore e garantendo la massima trasparenza e integrità nel processo di fusione.

È importante sottolineare che la crescente popolarità delle SPAC è dovuta in gran parte alla loro capacità di offrire un'alternativa alle offerte pubbliche iniziali (IPO) come mezzo per la quotazione di società private. Questa alternativa, comunemente nota come “SPAC merger”, si verifica quando le SPAC, che hanno già subito un processo di quotazione sul



mercato attraverso un'offerta pubblica iniziale (IPO), identificano e acquisiscono società private target, permettendo loro di sfruttare la precedente quotazione delle SPAC per essere quotate a loro volta sui mercati finanziari, offrendo così agli investitori la possibilità di partecipare ai potenziali guadagni futuri.

Le de-SPAC transactions possono somigliare ad un'operazione di IPO tradizionale in termini di obiettivo di raccolta di capitali e di quotazione in borsa. Tuttavia, le de-SPAC differiscono da un'operazione di IPO tradizionale per diverse ragioni.

In primo luogo, le SPAC sono già quotate in borsa e hanno una struttura finanziaria preesistente, mentre un'IPO tradizionale richiede la creazione di una nuova società quotata; ciò si traduce in un notevole risparmio in termini di tempo e costi per le società che optano per una quotazione de-SPAC. In secondo luogo, le SPAC hanno un orizzonte temporale limitato per acquisire una società privata e avviare la business combination, mentre un'IPO tradizionale non ha restrizioni temporali per l'acquisto di società private. Inoltre, le IPO devono soddisfare requisiti regolamentari rigorosi e complessi, come ad esempio la due diligence per la creazione di una nuova società, mentre una de-SPAC richiede un processo di due diligence meno rigoroso e sofisticato. Infine, le SPAC spesso offrono agli investitori una maggiore flessibilità nell'investimento, permettendo loro di uscire dalla posizione prima dell'acquisizione o in caso di fallimento della fusione, mentre gli investitori in un'IPO tradizionale sono obbligati a mantenere la loro posizione fino a che la società non viene acquisita o fino a quando non viene raggiunto un accordo per la vendita.

## 1.6 – Lo sviluppo delle SPACs

### La genesi delle SPACs

L'odierno posizionamento delle SPAC nel settore degli Alternative Investments<sup>12</sup> può essere ricondotto alla loro genesi storica, risalente tra il XVII e XVIII secolo nel Regno Unito, quando le prime società "Blind Pool" furono istituite come una forma di veicolo finanziario innovativo finalizzato alla raccolta di capitali da parte degli investitori, senza una specifica destinazione di investimento iniziale. Questo veicolo era stato creato per far fronte alle limitate opportunità di investimento dell'epoca, alla scarsa diversificazione degli investimenti e alle elevate incertezze e rischi associati. Grazie all'innovativo<sup>13</sup> approccio finanziario, le società Blind Pool furono in grado di distribuire il rischio tra gli investitori, limitando l'impegno finanziario di ciascun partecipante e consentendo loro di finanziare progetti pubblici di grande interesse. Tuttavia, la mancanza di una precisa destinazione iniziale degli investimenti rappresentava allo stesso tempo la fonte dell'alto rendimento che queste promettevano ai propri investitori.

Da qui deriva l'eredità della SPAC, in quanto il modello di individuazione e acquisizione delle opportunità di investimento più adatte rappresentava il discrimine per il successo o l'insuccesso dell'investimento stesso, conferendo al management la totale responsabilità della gestione e la performance del veicolo societario. Le SPAC, come veicoli finanziari ibridi e atipici, hanno quindi ereditato la natura e la funzione di veicolo finanziario dalle loro controparti storiche, diventando così una forma di investimento alternativa in quanto rappresenta un'ulteriore evoluzione di una strategia finanziaria di lunga data, nella quale le esigenze degli investitori possono essere soddisfatte attraverso l'acquisizione di quote di una società veicolo, finalizzate alla ricerca e all'acquisizione di opportunità di investimento di alta qualità.

---

<sup>12</sup> "Alternative Investments": Il settore di borsa degli "Alternative Investments" include una vasta gamma di titoli che rappresentano investimenti alternativi a quelli tradizionali come le azioni, le obbligazioni e i fondi comuni di investimento. Questo settore comprende una varietà di categorie di attività come ad esempio beni immobili, private equity, hedge fund, materie prime, infrastrutture e altri asset non quotati in borsa. In genere, gli investitori che scelgono di investire in alternative investments cercano di diversificare il proprio portafoglio al fine di ridurre il rischio e migliorare le opportunità di guadagno. Questi investimenti sono generalmente considerati più rischiosi rispetto a quelli tradizionali, ma potrebbero offrire anche maggiori possibilità di rendimenti elevati.

<sup>13</sup> Per "innovativo" si vuole far intendere che in quel momento storico il concetto di investimento collettivo era ancora relativamente nuovo e poco diffuso.

## **Dal 1929 al 1980**

Con il trascorrere degli anni, l'imporsi di avvenimenti storici quali l'aumento della dimensione delle imprese e la conseguente necessità di un'emissione di grandi quantità di capitali per finanziare progetti sempre più complessi, comportò una progressiva transizione dal paradigma degli investimenti basati sulle conoscenze personali e sulla stretta interazione tra investitori e progetti, a modelli più sofisticati che sfruttavano la strumentalità di particolari strategie di investimento per diversificare e gestire i portafogli, i quali permettevano anche una maggiore liquidità degli strumenti e un incremento della trasparenza nella gestione. Tali necessità stimolarono l'evoluzione delle blind pool in nuovi modelli di veicoli di investimento, noti come Investment Trust, e trassero beneficio dall'importazione di competenze ed esperienze acquisite nel Regno Unito verso gli Stati Uniti.

Nonostante questi modelli avanzati, il successo degli investimenti continuò a dipendere, come nel caso delle Blind Pool, dal livello di reputazione e prestigio professionale dei promotori della società veicolo.

Nel manuale "Security Analysis" di Graham e Dodd del 1934, venne evidenziato come gli Investment Trust furono creati intorno agli anni '20 negli Stati Uniti, utilizzando il modello dei Blind Pool come riferimento, ma differenziandosi da essi in quando si investiva in un portafoglio di attività specifiche e già precedentemente identificate, piuttosto che in attività ancora da identificare. Tale modalità di investimento consentiva agli investitori di conoscere con precisione l'oggetto del loro investimento e di valutare il rischio e il potenziale rendimento delle attività in cui stavano investendo, rappresentando un importante traguardo nell'evoluzione dei mercati finanziari internazionali. Ciò perché, sebbene in passato fossero stati creati veicoli di investimento come le Blind Pool per soddisfare l'esigenza di diversificazione degli investitori, l'introduzione di strumenti come gli Investment Trust hanno permesso di elevare ulteriormente il livello di tutela degli investitori e di aumentare la loro consapevolezza sulle attività sottostanti. Di conseguenza, ciò ha consentito una maggiore trasparenza e reso possibile una migliore valutazione dei rischi e delle opportunità di investimento.

Durante gli anni '20, le Investment Trust erano state adottate su larga scala dal pubblico degli investitori, sia per via della crescita del mercato azionario americano, sia perché

rappresentavano una fonte di investimento alternativa ai tradizionali fondi comuni di investimento. Tuttavia, la crisi del 1929 portò a una significativa riduzione della loro diffusione, in quanto l'alto livello di leva finanziaria e la bassa solvibilità le rese poco attraenti per gli investitori, che iniziarono a preferire i fondi comuni di investimento. Inoltre, l'entrata in vigore dell'Investment Company Act del 1940 rese ancora più restrittive le opportunità di investimento per le Investment Trust, obbligandole a mantenere un portafoglio di attività diversificato e a limitare l'uso della leva finanziaria. Tuttavia, negli anni '80 - '90, grazie alla deregolamentazione dei mercati finanziari, le Investment Trust furono in grado di rinnovarsi e trasformarsi in "Blank Check Company", al fine di offrire una maggiore flessibilità e minori restrizioni rispetto ai loro predecessori.

Le Blank Check Company consentirono di raccogliere capitali senza ancora avere identificato un'opportunità di investimento specifica, il che le rese appetibili per coloro che cercavano opportunità di investimento ad alto rendimento. Questa nuova forma di investimento si dimostrò particolarmente popolare tra le aziende emergenti, le quali stavano cercando fonti di finanziamento alternative e meno costose rispetto ai tradizionali strumenti di finanziamento, come i prestiti bancari.

In sintesi, hanno rappresentato un'alternativa più accessibile e redditizia per le aziende emergenti che avevano bisogno di capitali per espandersi e crescere.

### **Dagli anni 80 al 2003**

Il declino delle Blank Check Company negli Stati Uniti ha avuto luogo nel corso degli anni '80 e '90. Ciò è stato causato principalmente dall'insufficiente regolamentazione e dall'inadeguata applicazione delle norme, che hanno consentito ai promotori di "penny stock"<sup>14</sup> di agire senza adeguata tutela per gli investitori e con una divulgazione limitata delle loro intenzioni. Questa dinamica portò a una forte espansione di frodi e abusi in cui i promotori adottavano schemi "pump-and-dump"<sup>15</sup>, esercitando i propri warrant in seguito

---

<sup>14</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) - Glossario: Il termine "microcap stock" (a volte indicato come "penny stock") si applica alle società con una bassa o micro-capitalizzazione di mercato. Le società con una capitalizzazione di mercato inferiore a 250 o 300 milioni di dollari sono spesso chiamate "azioni microcap", anche se molte hanno capitalizzazioni di mercato molto inferiori a tali importi. Le società pubbliche più piccole, con una capitalizzazione di mercato inferiore a 50 milioni di dollari, sono talvolta definite "azioni nanocap".

<sup>15</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) – Glossario: Gli schemi di "pump and dump" si dividono in due parti. Nella prima, i promotori cercano di far salire il prezzo di un'azione con dichiarazioni false o fuorvianti sulla società. Una volta che il prezzo delle azioni è stato gonfiato, i truffatori passano alla seconda parte, in cui cercano di trarre profitto vendendo le proprie partecipazioni azionarie, scaricando le azioni sul mercato.

all'annuncio dell'acquisizione di una società privata, aspettandosi una risposta favorevole dal mercato e poi vendendo le proprie azioni per ottenere profitti. Tali pratiche furono facilitate da brokers e market-makers, i quali omisero la divulgazione di informazioni importanti sui prezzi agli investitori.

In risposta, il Congresso degli Stati Uniti ha emanato il Penny Stock Reform Act del 1990, il quale affidava alla SEC il compito di adottare regole disciplinanti le dichiarazioni di registrazione delle società che emettevano penny stock. A tal proposito, nel 1992, è stata introdotta la “Regola 419-a”, la quale stabilì limiti alle offerte delle Blank Check Company e obbligò i promotori a tenere i fondi raccolti in conti di garanzia. La norma ha inoltre stabilito che l'obiettivo dell'acquisizione avrebbe dovuto avere un patrimonio netto pari ad almeno l'80% dei fondi depositati nei conti vincolati e vietò la negoziazione dei titoli fino al momento dell'acquisizione, obbligando le Blank Check Company a fornire bilanci trimestrali e annuali certificati.

Per concludere, le Blank Check Company continuarono ad incontrare ostacoli nei mercati finanziari nel corso degli anni '90; furono infatti perseguite dalle azioni intraprese dalla National Association of Securities Dealers (NASD) nel 1997, le quali portarono alla revoca delle licenze di 29 broker e dell'amministratore delegato di GKN Securities Corporation, il principale promotore delle Blank Check Company dell'epoca. Tale avvenimento portò alla chiusura temporanea di questo mercato fino al 2003, quando le normative di regolamentazione furono riviste e rafforzate al fine di garantire una maggiore tutela degli investitori e una maggiore trasparenza nei mercati finanziari.

## **Le SPACs oggi**

La rinascita delle SPAC nel mercato finanziario statunitense risale al 2003, con la creazione della “Millstream Acquisition Corp”, la prima moderna SPAC rispettosa dei regolamenti imposti dalla SEC. La banca di investimento “Early Bird Capital”, nella quale lavoravano molti ex dipendenti di GKN Securities Corporation, fu la prima ad utilizzare questo veicolo di investimento. Tuttavia, le SPAC hanno ereditato una cattiva reputazione dalle precedenti esperienze degli anni '80 e '90, in cui erano state spesso associate ad

investimenti rischiosi e poco trasparenti. In particolare, le maggiori critiche riguardarono il fatto che investire in una SPAC fosse come "scommettere su un fantino"<sup>16</sup>.

Nonostante le difficoltà iniziali, le SPAC hanno guadagnato molta attenzione sia dai media che dagli investitori grazie alle possibilità di partecipare alle opportunità di investimento offerte dai fondatori di queste società e alla capacità di permettere alle aziende emergenti di accedere ai capitali necessari per svilupparsi e crescere. Ciò ha portato ad un aumento delle operazioni di SPAC, sia in termini di numero che di valore. Tuttavia, le SPAC hanno dovuto affrontare alcune sfide lungo la strada. In particolare, la mancanza di identificazione del target di acquisizione al momento della quotazione in borsa ha creato preoccupazioni in merito alla possibilità di esposizione a costi maggiori e a una maggiore volatilità delle azioni. Ciò ha portato alla necessità di introdurre maggiori regolamentazioni e requisiti per le SPAC, al fine di garantire una maggiore trasparenza e di ridurre i rischi per gli investitori. Inoltre, molte SPAC sono state liquidate poiché non sono state in grado di trovare o convincere un'azienda target a formare una business combinazione. Questo ha creato incertezza tra gli investitori e ha portato alla necessità di rafforzare la fase di due diligence e di identificazione del target di acquisizione da parte delle SPAC.

Nonostante tali premesse, la recente proliferazione delle SPAC nel mercato finanziario statunitense è stata favorita da diversi fattori. Innanzitutto, il contesto di bassi tassi di interesse e l'interesse crescente dei PIPE e del commercio al dettaglio hanno spinto gli investitori a cercare alternative di investimento a basso rischio e ad alto rendimento; ciò ha permesso anche alle SPAC di raccogliere, negli ultimi tre anni, capitali a tassi di interesse molto bassi. Inoltre, molte società statunitensi hanno mostrato una crescente preferenza per rimanere private, evitando la tradizionale quotazione in borsa e riducendo di conseguenza l'attrattiva della tradizionale quotazione IPO.

La rinascita delle SPAC negli ultimi anni è stata alimentata anche dall'aumento degli investitori nelle opportunità di investimento dei fondatori e dalle società di private equity e venture capital, che le considerano un'alternativa interessante come exit dai loro investimenti. In aggiunta, la maggior accessibilità ai capitali ha permesso alle aziende emergenti di accedere ai fondi necessari per svilupparsi e crescere, senza dover affrontare i costi e la complessità di una tradizionale quotazione in borsa e le autorità di

---

<sup>16</sup> Derek K. Heyman: "From Blank Check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation". Recuperato da [https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ\\_V2N1\\_531.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ_V2N1_531.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

regolamentazione statunitensi hanno introdotto normative<sup>17</sup> volte a garantire maggiore trasparenza e tutela degli investitori, come l'imposizione di maggiori informazioni sulla strategia di acquisizione e sui costi delle società quotate in borsa e il limite alla vendita delle azioni dei fondatori delle SPAC.

Le SPAC moderne hanno dimostrato di essere diverse dalle loro controparti precedenti in quanto si è assistito ad un affinamento delle analisi e alla individuazione di strategie sempre più sofisticate, le quali hanno portato ad ottenere performance migliori rispetto al passato. In particolare, uno studio di McKinsey<sup>18</sup> ha dimostrato che le SPAC più recenti, le quali sono state gestite o co-gestite da una maggioranza di operatori piuttosto che solo da investitori, tendono a sovraperformare durante il ciclo di negoziazione, registrando circa il 10% in più rispetto al loro indice di settore e premi del 40% rispetto alle altre SPAC, a un anno dall'acquisizione. In questo senso, se confrontiamo il passato con il presente, possiamo affermare che le SPAC hanno mantenuto coerentemente l'obiettivo della de-SPAC lungo tutta la loro storia, ma hanno iniziato ad evolversi a partire dal 2015, diventando dei veicoli di investimento meglio organizzati e strutturati. In particolare, i management team si sono concentrati maggiormente sulla conclusione di accordi con le società target piuttosto che sull'andare in liquidazione. Infatti, più del 90% delle recenti SPAC ha portato a termine con successo il proprio progetto di fusione, mentre solo il 20% delle SPAC procedeva alla liquidazione e alla restituzione del capitale agli investitori prima del 2005. Inoltre, le loro dimensioni sono cresciute di oltre cinque volte nell'ultimo decennio, con una accelerazione particolarmente evidente tra il 2016 e il 2022.

Oltre a ciò, la partecipazione di noti partecipanti ha portato ulteriore attenzione alle SPAC, in particolare, un maggior numero di investitori di alto profilo ha mostrato interesse, e sono stati reclutati manager anch'essi molto famosi e di alto profilo. Sponsor e investitori hanno iniziato a vedere le SPAC come una valida alternativa alle tradizionali IPO per diversi motivi. In primo luogo, le SPAC offrono un processo di IPO più semplice che consente di risparmiare tempo e risorse per tutte le parti coinvolte e offre agli sponsor

---

<sup>17</sup> Carpentier C., Cumming D. e Suret J.M. nel loro articolo "The value of capital market regulation: IPOs versus Reverse Mergers" pubblicato sul Journal of Empirical Legal Studies dimostrano che la conformità ai requisiti di borsa e le normative più severe e stringenti hanno un impatto positivo sulla performance a lungo termine nelle SPAC.

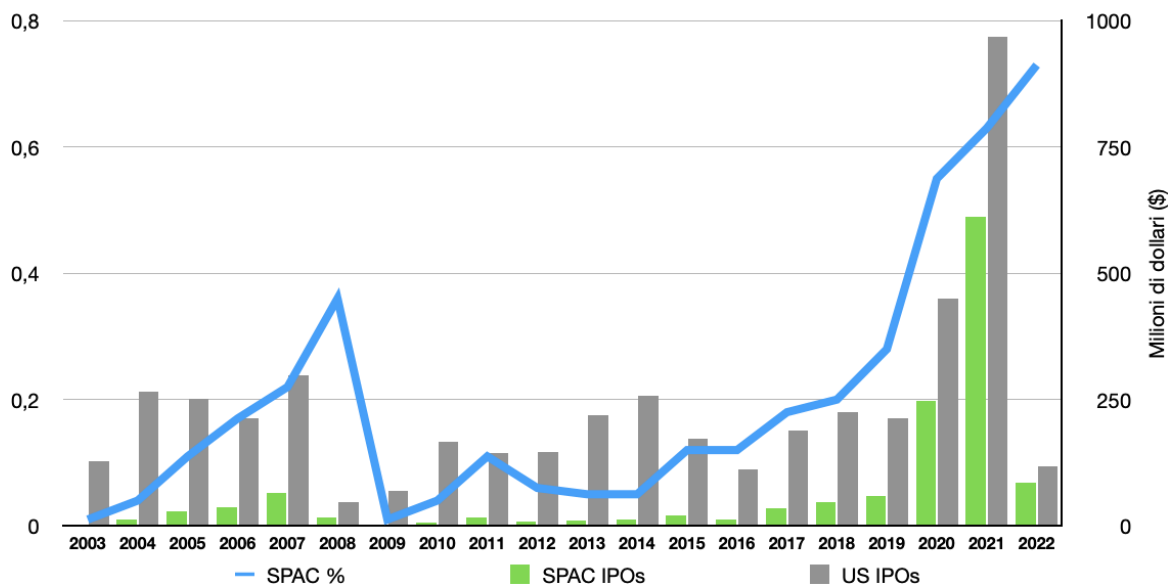
<sup>18</sup> "Earning the premium: A recipe for long-term SPAC success". Recuperato da <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20Investors/Our%20Insights/Earning%20the%20premium%20A%20recipe%20for%20long%20term%20SPAC%20success/Earning-the-premium-A-recipe-for-long-term-SPAC-success.pdf>

maggior flessibilità per stabilire i propri obiettivi. In secondo luogo, le SPAC offrono maggiori protezioni rispetto al passato, come il diritto di un investitore di ritirare il capitale con gli interessi al momento di una proposta di aggregazione aziendale, che essenzialmente crea una "opzione gratuita" senza rischi. Tali meccanismi di incentivo sono stati sviluppati per garantire un maggior allineamento degli interessi tra sponsor, investitori e management team, rendendo le SPAC un'opzione sempre più attraente per coloro che cercano opportunità di investimento redditizie e a basso rischio. In terzo luogo, le SPAC offrono agli azionisti una maggiore certezza sulla valutazione dei loro investimenti. A differenza delle tradizionali IPO, in cui i sottoscrittori fissano un prezzo iniziale che spesso non rispecchia la valutazione effettiva del mercato, le SPAC consentono agli azionisti di partecipare al processo di valutazione della società target prima dell'acquisizione. Ciò significa che gli azionisti possono investire meno denaro rispetto alle tradizionali IPO, in cui i sottoscrittori fissano un prezzo iniziale inferiore alla valutazione effettiva del mercato, ottenendo un premio tra il prezzo di IPO fissato e il prezzo di mercato a scapito degli azionisti delle società quotate, che potrebbero ricevere meno del valore effettivo della loro azienda. Inoltre, le moderne SPAC offrono maggiori incentivi agli sponsor, che possono guadagnare ulteriori compensi in caso di sovra performance, incoraggiandoli a fare scelte di investimento più ponderate e a massimizzare il valore per gli azionisti.

In sintesi, l'obiettivo principale delle moderne SPAC si è spostato verso settori in accrescimento e molto popolari tra il pubblico, come le società in fase iniziale di sviluppo nei settori dei veicoli elettrici, delle energie rinnovabili e della tecnologia finanziaria (fintech). Questo trend è stato facilitato anche dall'emergere di investitori di alto profilo, noti hedge fund e società di private equity, che hanno deciso di investire in SPAC, conferendo loro una maggiore credibilità grazie all'attrazione degli sponsor, sottoscrittori e team di gestione di alto profilo. L'aumento della fiducia degli investitori e l'accessibilità a nuove opportunità di investimento hanno permesso alle SPAC di aumentare il pool di denaro nelle loro IPO raggiungendo un totale di 272 miliardi di dollari tra il 2019 e il 2022.

Dall'analisi del grafico 1.1 si rileva un andamento costantemente positivo del numero di SPAC a partire dal 2014, tuttavia, prima del 2020, la loro percentuale rispetto alle IPO rimaneva inferiore al 28%.



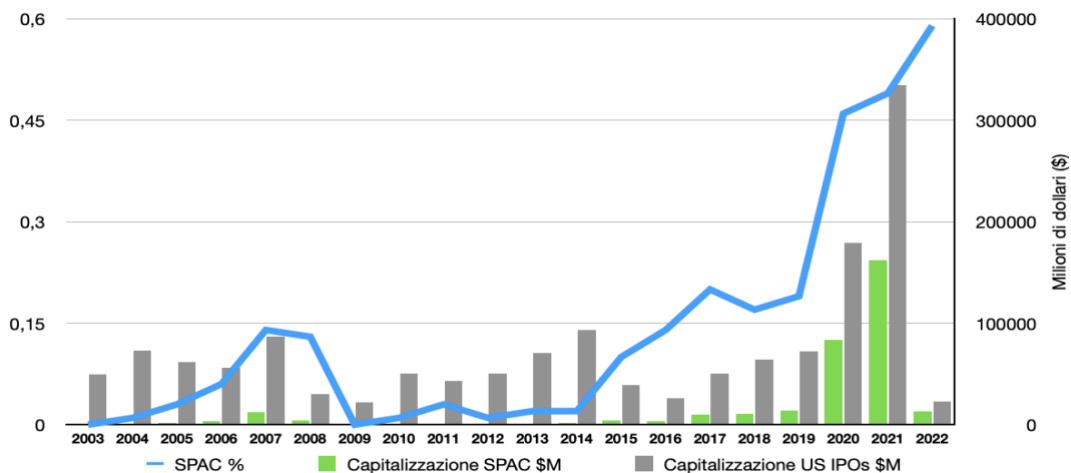


**Grafico 1.1:** Confronto sul mercato statunitense tra il numero di de-SPAC completate con il numero di IPO  
 Fonte dei dati del grafico: <https://www.spacanalytics.com>

È solo con l'avvento del 2020 che l'aumento del numero di SPAC quotatesi rispetto alle IPO ha assunto proporzioni significative, raggiungendo il 73% di tutte le IPO effettuate negli Stati Uniti nel 2022. Questi risultati rappresentano un'ulteriore testimonianza dell'importanza crescente delle SPAC e della loro equiparazione, se non superamento, rispetto alle IPO, come già evidenziato in precedenza. Nonostante tale ascesa, tuttavia, rimane innegabile che le IPO continuino a rappresentare la scelta preferita dalle imprese che intendono quotarsi. Tuttavia, il fatto che le SPAC siano passate da rappresentare meno del 20% di tutte le IPO negli Stati Uniti a costituire la maggioranza di esse è un segnale tangibile del cambiamento che sta avvenendo nel panorama finanziario globale.

Il grafico 1.2, che confronta la capitalizzazione totale delle SPAC con quella delle IPO tradizionali, rivela ulteriori risultati significativi. Prima del 2019, infatti, la capitalizzazione delle SPAC non superava il 20% di quella delle IPO, ma a partire dal 2020 ha iniziato a rappresentare una quota sempre più consistente, raggiungendo il 46% nel 2021 e quasi il 60% nel 2022, grazie all'aumento del numero di operazioni di offerta pubblica avvenute in questi anni. Tuttavia, malgrado questi dati positivi, è innegabile che le IPO continuino ad attrarre maggiori capitali. È interessante notare come i risultati del 2020 e del 2021 siano stati molto positivi per le SPAC, ma questo fenomeno potrebbe essere legato al fatto che in quegli anni si siano verificate molte IPO. Nel 2022, invece, pur essendo state registrate meno quotazioni, il peso delle SPAC sulla capitalizzazione totale delle IPO è stato maggiore rispetto agli anni precedenti. Alcuni esperti del settore ritengono che questo possa

essere dovuto al fatto che molte SPAC si sono quotate in precedenza e hanno portato a termine la de-SPAC l'anno successivo.



**Grafico 1.2:** Confronto sul mercato statunitense tra la capitalizzazione delle SPAC con la capitalizzazione delle operazioni di IPO. Fonte dei dati del grafico: <https://www.spacanalytics.com>

## Tendenze future nelle SPACs

Per il futuro gli studiosi ipotizzano che il mercato delle SPAC andrà incontro a un processo di specializzazione e maturazione. Le SPAC hanno dimostrato di poter produrre performance migliori rispetto alle IPO in determinati contesti di mercato e gli incentivi per gli sponsor a massimizzare il valore per gli azionisti rendono le SPAC sempre più attraenti come veicolo di investimento. Tuttavia, la competizione con le alternative di investimento obbligazionario e azionario potrebbe portare nel prossimo futuro ad un calo della domanda per le SPAC, a meno che esse non siano in grado di dimostrare di poter garantire una redditività maggiore per gli investitori.

Amundi Asset Management, in un recente studio intitolato "Investment Insights Blue Paper<sup>19</sup>", rilevava importanti tendenze emergenti che potrebbero frenare il boom delle SPAC, in particolare il potenziale aumento della regolamentazione. A tal proposito la rapida crescita del mercato delle SPAC ha infatti attirato l'attenzione della Securities and Exchange Commission (SEC), che sta supervisionando scrupolosamente le operazioni delle SPAC e gli aspetti critici di questo veicolo finanziario. In particolare, l'agenzia governativa americana ha emesso avvertimenti riguardo all'accuratezza dell'informativa finanziaria pre- e post-fusione, al rischio di sponsorizzazione da parte di personaggi influenti che potrebbe

<sup>19</sup> Amundi Asset Management | Institute – "SPACs: Beyond exuberance, back to reality" – Recuperato da <https://research-center.amundi.com/article/spacs-beyond-exuberance-back-reality>

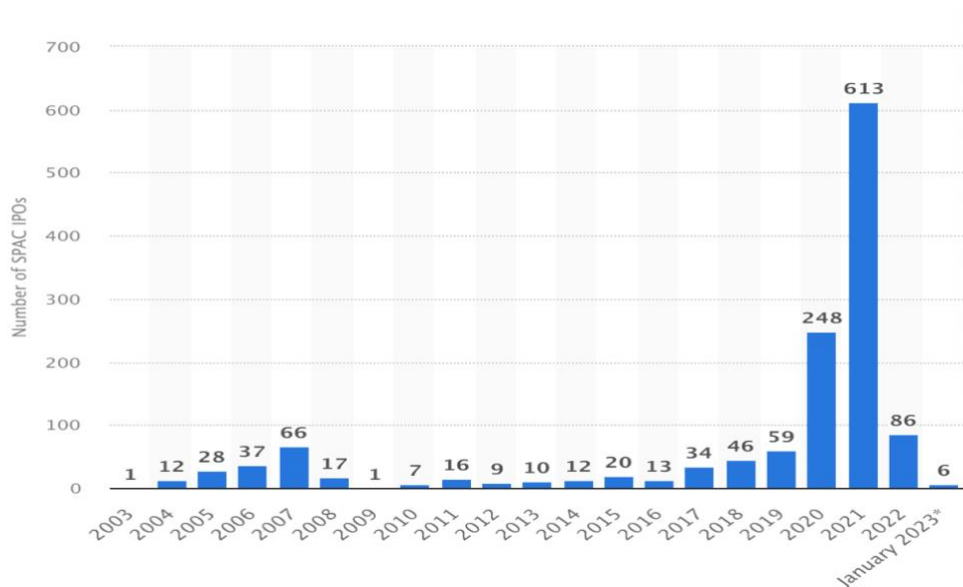
fuorviare gli investitori retail nelle scelte di investimento, e alla complessità dei warrant nelle SPAC.

Una criticità che potrebbe frenare il boom delle SPAC riguarda l'aumento delle vendite allo scoperto in quanto l'eccessiva euforia e le proiezioni promettenti che spesso circolano intorno alle SPAC, ha determinato il fatto che alcuni investitori istituzionali hanno iniziato a scommettere contro di esse; ciò potrebbe danneggiare gli investimenti potenzialmente redditizi e portare a una pressione ribassista sui prezzi delle azioni SPAC. Inoltre, attualmente ci sono molte SPAC alla ricerca di società target, con centinaia di miliardi di dollari detenuti in trust e pronti ad essere investiti. Tuttavia, vista la crescente attenzione dei regolatori nei confronti delle SPAC, le tempistiche medie di fusioni de-SPAC potrebbero allungarsi e ci potrebbe essere una maggiore focalizzazione sull'informativa finanziaria.

Infine, l'aumento dei rendimenti obbligazionari potrebbe diminuire l'appeal delle SPAC. In passato, gli investitori erano disposti a investire il proprio denaro nelle SPAC perché i rendimenti dei Treasury erano modesti e i warrant assegnati offrivano un potenziale extra rendimento. Ma se i rendimenti obbligazionari inizieranno a salire, gli investitori potranno essere tentati di rientrare sul mercato obbligazionario anziché investire nelle SPAC.

Per concludere, l'analisi di previsione di Amundi indica che la recente attenzione delle autorità regolatorie nei confronti delle SPAC, che ha portato ad una rivalutazione di queste società di acquisizione, potrebbe causare una temporanea pausa nella crescita delle nuove offerte pubbliche iniziali delle SPAC, nonché una revisione delle prassi di mercato esistenti.

Questo potrebbe essere dovuto alla crescente consapevolezza degli investitori e dei regolatori riguardo ai rischi associati alle SPAC e alle preoccupazioni in merito alla qualità delle società target. Inoltre, potrebbe verificarsi una maggiore concorrenza tra le SPAC stesse, con un'attenzione particolare alla differenziazione e alla qualità delle società target. L'attuale andamento del numero di IPO delle SPAC negli Stati Uniti sembra confermare queste previsioni. In particolare, il numero di nuove IPO delle SPAC negli Stati Uniti si è ridotto significativamente rispetto ai massimi storici raggiunti all'inizio del 2021, suggerendo una maggiore cautela da parte degli investitori e delle società di investimento.



**Grafico 1.3:** “Number of special purpose acquisition company (SPAC) IPOs in the United States from 2003 to January 2023”. Fonte dei dati del grafico: <https://www.statista.com/statistics/1178249/spac-ipo-usa/>

Si prevede inoltre che gli investitori più esperti avranno un vantaggio competitivo rispetto a coloro che sono meno esperti e che sono entrati nel mercato delle SPAC in seguito alla crescente popolarità di questi strumenti finanziari. In particolare, gli investitori più esperti saranno in grado di valutare meglio le opportunità di investimento e di identificare le società target di alta qualità, grazie alla loro maggiore esperienza e competenza nel campo degli investimenti finanziari.

Al contrario, gli investitori meno esperti potrebbero incontrare difficoltà nell'identificare queste opportunità e nel prendere decisioni di investimento informate, in quanto potrebbero non essere adeguatamente informati o dotati delle competenze necessarie per comprendere le implicazioni e i rischi associati alle SPAC.

In ogni caso, si prevede che le SPAC continueranno a esistere come strumento finanziario, anche se il mercato delle SPAC subirà probabilmente una fase di correzione e una revisione delle attuali prassi di mercato. Ciò potrebbe portare ad una specializzazione più mirata su settori di interesse specifici e a una maggiore trasparenza e fornitura di informazioni finanziarie sulle società target da parte delle SPAC.

In definitiva, una volta che l'euforia si sarà placata, ci si aspetta che il mercato delle SPAC diventerà più efficiente nel tempo, garantendo una maggiore stabilità e affidabilità

delle società di acquisizione specializzate e offrendo pratiche migliori in termini di valutazione del rischio e del rendimento degli investimenti.

## **1.7 - Gli stakeholder di una SPAC e i loro incentivi**

Le tre principali classi di stakeholder delle SPAC sono: management, sottoscrittori e investitori. Ciascuna delle parti interessate ha i propri incentivi a partecipare alla creazione di una SPAC, al processo di IPO e all'esecuzione dell'acquisizione.

### **Team di gestione nelle SPACs**

Il team di gestione di una SPAC è un elemento cruciale che viene dettagliatamente descritto nella dichiarazione di registrazione iniziale<sup>20</sup> e nel prospetto finale<sup>21</sup>. Questi documenti forniscono informazioni sulle precedenti esperienze dei membri del team nel settore finanziario, sul loro coinvolgimento in attività di fusione e acquisizione e sul loro collegamento con fondi di venture capital e private equity. Molti membri del team di gestione sono personaggi pubblici noti, e la loro reputazione, conoscenza e competenza sono viste come garanzia che la SPAC troverà un obiettivo di acquisizione adeguato e creerà valore. In media, un tipico team di gestione di una SPAC è composto da 6 membri con un'età media di 51,08<sup>22</sup> anni.

In passato, il management investiva solo il denaro necessario per acquisire l'intera quantità di titoli pre-IPO, che ammontava a circa 25.000<sup>23</sup> mila dollari. Oggi invece, durante l'IPO, i membri del team di gestione vendono l'80% delle loro azioni agli investitori, mentre il restante 20% è chiamato "commissione di collocamento". Questa commissione, insieme all'acquisto anticipato di warrant e quote, costituisce l'investimento monetario del management nelle SPAC. Tuttavia, questo livello relativamente basso di

---

<sup>20</sup> In ambito SPAC, la dichiarazione di registrazione iniziale è chiamata "Form S-1 e viene presentata presso la SEC per registrare la proposta di emissioni di titoli e divulgare le informazioni pertinenti relative alle SPAC.

<sup>21</sup> Il prospetto finale è chiamato "Definitive Proxy Statement". Questo documento è un'ulteriore comunicazione che viene fornita agli investitori dopo che la SPAC ha identificato la società target e ha presentato la sua proposta di acquisizione. Tale documento include informazioni sulla transazione proposta e sull'azienda target e viene utilizzato dagli investitori per valutare se desiderano o meno partecipare alla transazione.

<sup>22</sup> V. Jog, Chengye Sun: "Blank Check IPOs: a home run for management". Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1018242](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018242)

<sup>23</sup> Milan Lakicevic & Milos Vulcanovic: "A Story on SPACs". Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1958238](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958238)

investimento monetario da parte del management crea un conflitto di interessi quando si tratta di approvare l'acquisizione. La letteratura finanziaria sostiene che il management favorisce fortemente l'operazione, poiché qualsiasi prezzo post acquisizione superiore a 1 dollaro rappresenterebbe un ritorno positivo per il management della SPAC.

Per evitare tale conflitto di interessi, il team di gestione deve convincere gli investitori che gli incentivi siano adeguatamente allineati. Molte SPAC evidenziano nei loro prospetti informativi che i membri del team di gestione hanno esperienza nelle SPAC, in modo da dimostrare la loro capacità di raccogliere fondi per altre SPAC una volta che la loro acquisizione iniziale viene percepita come un successo. Infatti, molti team di gestione hanno strutturato altre SPAC dopo il successo della loro prima acquisizione, come nel caso di Chardan China, che ha strutturato altre quattro SPAC dopo la sua prima IPO e acquisizione. Questa tendenza è evidente anche in molte SPAC che hanno un successore, come Millstream e Millestream II, Albadra e Albadra II, KBL Healthcare II e KBL Healthcare III, Tremisis Energy e Tremisis Energy II. Tuttavia, la letteratura finanziaria sostiene che molte acquisizioni approvate distruggono valore e che la principale ragione dell'approvazione è l'allineamento degli incentivi a favore del management della SPAC.

### **I sottoscrittori: incentivi e caratteristiche**

I sottoscrittori delle SPAC sono costituiti da banche d'investimento e altri intermediari finanziari, che hanno il compito di vendere i titoli della società durante l'offerta pubblica iniziale (IPO). Oltre alla vendita dei titoli, i sottoscrittori possono agire anche come consulenti per le SPAC. In alcuni casi, acquistano titoli per conto proprio e li depositano in conti vincolati. La partecipazione dei sottoscrittori è fondamentale nella creazione e nel funzionamento di una SPAC, influenzando il processo di acquisizione e la fiducia degli investitori.

Prima del 2006, le SPAC erano sottoscritte solo da banche di investimento di piccole dimensioni, ma dopo tale data i maggiori operatori istituzionali entrarono nel mercato. Ad oggi, infatti, Citibank rappresenta le grandi istituzioni, mentre Early Bird Capital rappresenta quelle più piccole e insieme sono i principali sottoscrittori del mercato delle SPAC.

I sottoscrittori svolgono un ruolo importante nella creazione e nel funzionamento di una SPAC. Inizialmente, acquistano titoli pre-IPO e li depositano in conti vincolati, costituendo una porzione del capitale iniziale della società. Successivamente, in molti casi,

costoro operano come consulenti<sup>24</sup> delle SPAC, contribuendo ad aumentare la fiducia degli investitori e allineando gli incentivi tra il team di gestione, i sottoscrittori e gli investitori per l'approvazione dell'acquisizione e, in alcuni casi, acquistano titoli per dimostrare il loro impegno finanziario nell'operazione e per generare una maggiore fiducia tra gli investitori. Inoltre, il deposito dei titoli in conti vincolati garantisce che i sottoscrittori non possano rivendere i titoli subito dopo l'IPO, fornendo ulteriore sicurezza agli investitori.

Come compenso per l'operazione, sottoscrittori ricevono una commissione di sottoscrizione, pari al 7% circa dei proventi dell'IPO, per il loro ruolo nel sottoscrivere la SPAC e trovare investitori interessati. Questa commissione può essere suddivisa in una parte ricevuta immediatamente dopo l'IPO e in un'altra parte differita, che viene pagata solo dopo l'approvazione dell'acquisizione.

In precedenza, i sottoscrittori potevano ricevere il loro compenso totale al momento dell'IPO; nelle odierne SPAC invece, il compenso totale è solitamente suddiviso in una parte immediata e in una parte differita della commissione di sottoscrizione. L'obiettivo di questa suddivisione è quello di creare un allineamento di incentivi tra i sottoscrittori, manager e gli eventuali investitori per quanto riguarda l'approvazione dell'acquisizione, garantendo così che tutte le parti interessate lavorino insieme per il successo futuro dell'operazione. Ciò consente, inoltre, ai sottoscrittori di dimostrare il loro impegno finanziario nell'operazione, in quanto il pagamento della parte differita della commissione di sottoscrizione dipende dall'approvazione dell'acquisizione, e quindi dal successo a lungo termine della SPAC. Questo meccanismo è particolarmente importante in una SPAC, dove gli investitori non conoscono l'acquisizione finale al momento dell'IPO in quanto devono affidarsi alla competenza del team di gestione e dei sottoscrittori per scegliere l'operazione giusta.

Da segnalare che la dimensione del gruppo di sottoscrittori ha un impatto sulla probabilità di approvazione dell'acquisizione. In particolare, la dimensione del gruppo è inversamente proporzionale all'aumento della probabilità di approvazione, poiché rende più facile per i membri raggiungere un accordo sulle decisioni di voto. Ciò significa che, se il numero dei membri del consorzio è limitato, è più probabile che siano allineati

---

<sup>24</sup> Nel suo articolo "Perverse incentives of Special Purpose Acquisition Companies, the 'poor man's private equity funds" – Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2139392](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2139392) – riferisce che nel 47% delle operazioni che coinvolgono le SPAC, i sottoscrittori fungono anche da consulenti.

nell'approvare un'acquisizione rispetto a una situazione in cui ci sono molti membri con diverse opinioni e interessi. Inoltre, le SPAC con lead underwriters noti, ovvero con istituti finanziari di prestigio come leader dell'offerta pubblica iniziale (IPO), sono generalmente considerate più affidabili dagli investitori rispetto a quelle con underwriters meno noti. Questo perché la reputazione e la storia degli underwriters noti possono fornire una maggiore credibilità e sicurezza per gli investitori, aumentando così la probabilità che la SPAC ottenga l'approvazione del mercato. Inoltre, gli underwriters noti possono anche fornire un maggiore supporto e assistenza alle SPAC nel processo di fusione con la società target, aiutando a garantire il successo dell'operazione.

### **Gli investitori e i loro incentivi**

La partecipazione degli investitori ordinari nel mercato delle SPAC si compone principalmente di tre forme. In primo luogo, gli sponsor forniscono il capitale di avvio iniziale per l'azienda al momento della costituzione della SPAC. Il contributo degli sponsor solitamente ammonta al 10% dell'importo totale dei fondi raccolti. Gli sponsor possono essere istituzioni finanziarie professionali, come fondi di private equity e hedge fund, o anche HNWI<sup>25</sup> e leader del settore. In secondo luogo, gli investitori partecipano all'IPO della società SPAC e, se lo desiderano, possono riscattare la propria partecipazione nella SPAC prima dell'acquisizione, con tale diritto non pregiudicato dal parere di voto dell'Assemblea Generale degli Azionisti sull'operazione di fusione e acquisizione (M&A) della SPAC. Infine, gli investitori possono partecipare come investitori in un fondo di private equity (PIPE) nel processo di completamento della fusione e acquisizione della SPAC.

La maggior parte degli investitori nelle SPAC sono istituzionali e detengono in media il 78,2% del capitale della SPAC e forniscono quasi il 97% della liquidità<sup>26</sup>. Tuttavia, questa discrepanza tra l'ammontare del contributo e il livello di proprietà può portare a una significativa diluizione, che aumenta nei casi di potenziali conversioni e rimborsi. In particolare, la diluizione nella SPAC si aggira intorno al 33%, benché alcuni prospetti finali di SPAC recenti riportino percentuali pari a oltre il 90%. Ciò significa che il prezzo dell'azione può subire una diminuzione significativa quando l'acquisizione viene

---

<sup>25</sup> High Net Worth Individuals

<sup>26</sup> Milan Lakicevic & Milos Vulcanovic: "A Story on SPACs". Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1958238](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958238)



completata, poiché il valore dell'azienda acquisita potrebbe essere inferiore a quello stimato al momento dell'IPO. Inoltre, quando gli investitori scelgono di riscattare la propria partecipazione nella SPAC prima dell'acquisizione, il valore del rimborso potrebbe non essere pari al valore dell'IPO iniziale, causando una perdita economica. Tuttavia, anche se la diluizione è un rischio potenziale per gli investitori delle SPAC, ci sono alcune misure che possono essere prese per mitigare questo rischio. La SPAC può cercare di acquisire un'azienda con una valutazione solida e stabile per ridurre la probabilità di diluizione degli investitori. Inoltre, utilizzando warrant strutturati in modo più sofisticato, la SPAC può fornire una protezione aggiuntiva contro la diluizione. I warrant sarebbero esercitabili solo in caso di un aumento significativo del prezzo delle azioni. Per compensare questa diluizione, i sottoscrittori e il management creano un conto vincolato in cui vengono depositati quasi tutti i proventi dell'IPO.

## **1.8 - Correlazione tra SPACs e sostenibilità: introduzione sugli investimenti sostenibili**

### **ESG & Socially Responsible Investment**

L'approccio ESG, che mira a promuovere la sostenibilità ambientale, la giustizia sociale e la buona governance, sta diventando sempre più rilevante nel mondo degli investimenti, e anche le SPAC stanno cominciando ad esplorare questa strada. Per comprendere come collegare le SPAC agli ESG, il primo passo consiste nel fornire una panoramica sulle strategie di investimento ESG e sul loro obiettivo di creare valore a lungo termine per gli investitori e per la società nel suo complesso. Successivamente, sarà possibile analizzare in dettaglio i fattori ESG e gli investimenti sostenibili, che si differenziano dai tradizionali investimenti finanziari poiché tengono conto anche dell'impatto etico, sociale e ambientale delle aziende. Solo in questo modo sarà possibile valutare l'effettiva compatibilità tra le SPAC e gli investimenti sostenibili, e capire se le prime possano rappresentare un'opportunità di investimento etico e sostenibile per i mercati finanziari.

## **ESG factors**

I fattori ESG, ovvero i fattori ambientali, sociali e di governance, costituiscono una serie di criteri che gli investitori socialmente consapevoli utilizzano per selezionare gli investimenti che presentano un elevato grado di responsabilità sociale, accanto ai fattori finanziari, nel processo decisionale di investimento. In particolare, i fattori ESG rappresentano un insieme di metriche non finanziarie utilizzate dalle aziende per misurare le proprie prestazioni ambientali, sociali e di governance, e forniscono informazioni su questioni quali l'efficacia delle pratiche di gestione ambientale, la qualità dei rapporti con i dipendenti e la trasparenza nella gestione contabile. In questo modo, le metriche ESG consentono di valutare un'azienda in modo più completo rispetto ai tradizionali rendiconti finanziari, poiché permettono di analizzare l'impatto dell'azienda sulla società e sull'ambiente in cui essa opera. Ad esempio, le metriche ESG possono fornire informazioni sulla capacità di un'azienda di limitare lo spreco di risorse naturali, sul modo in cui essa gestisce gli effetti ambientali delle sue operazioni, sulla salute e la sicurezza dei dipendenti, e sulle politiche di sostenibilità adottate dalla struttura di governance.

Nel dettaglio, la "E" in ESG si riferisce alla gestione ambientale di un'azienda, che comprende il modo in cui essa gestisce gli effetti ambientali delle sue attività e il modo in cui si adatta alle sfide globali del cambiamento climatico, del riscaldamento globale, dell'inquinamento e dell'innalzamento del livello del mare. A tale scopo, gli investitori analizzano metriche come le emissioni di gas serra, l'uso di acqua, e il consumo di energia per valutare l'impatto dell'azienda sull'ambiente.

La "S" sta per fattori sociali, ovvero il modo in cui l'azienda supporta i propri dipendenti, le parti interessate e gli impatti che essa ha sulla comunità circostante. In questo caso, gli investitori analizzano metriche quali i tassi di incidenti e mortalità per valutare la salute e la sicurezza dei dipendenti, lo sviluppo del capitale umano, e la capacità dell'azienda di soddisfare le esigenze della comunità in cui essa opera.

Infine, la "G" si riferisce alla corporate governance e considera l'efficacia e l'indipendenza della struttura del consiglio, la remunerazione dei dirigenti e la gestione contabile. In particolare, gli investitori guardano a metriche come la diversità del consiglio di amministrazione e le politiche di sostenibilità per valutare la capacità dell'azienda di adottare una gestione aziendale efficace e responsabile.

Va sottolineato che l'analisi dei fattori ESG consente di identificare valori anomali positivi e negativi che possono influire sulla scelta degli investimenti. Le strategie di investimento ESG mirano a individuare le società che si impegnano a ridurre l'impatto ambientale, promuovono la responsabilità sociale e mantengono standard elevati in materia di governance aziendale, al fine di valutare il potenziale di investimento dell'azienda e determinare se essa è adatta per gli investitori che cercano di investire in modo responsabile. In tal modo, l'analisi dei fattori ESG consente agli investitori di effettuare scelte di investimento più informate e consapevoli, al fine di conseguire obiettivi finanziari a lungo termine e contribuire al contempo a promuovere la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa. Inoltre, l'identificazione di valori anomali positivi e negativi rappresenta un importante strumento per gli investitori, poiché consente loro di individuare società che presentano un alto potenziale di crescita e al contempo adottano politiche sostenibili e socialmente responsabili, ma anche di evitare società che presentano rischi elevati dal punto di vista ambientale, sociale e di governance.

### **Gli investimenti sostenibili**

Dall'altro lato, gli investimenti sostenibili mirano a promuovere la sostenibilità ambientale, sociale e di governance in modo più ampio, considerando anche altri fattori che possono influire sull'impatto a lungo termine di un investimento, come la qualità dei prodotti o servizi offerti da un'azienda, le sue politiche sui diritti dei lavoratori o il suo impatto sulle comunità locali.

L'approccio degli investimenti sostenibili si differenzia da quello degli investimenti ESG in quanto si concentra sulla promozione della sostenibilità a lungo termine in modo più ampio. Oltre a considerare i fattori ESG, gli investimenti sostenibili possono includere anche altri fattori che potrebbero avere un impatto sull'ambiente e sulla società. In particolare, gli investitori che adottano strategie di investimento sostenibile possono prendere in considerazione la qualità dei prodotti o servizi offerti dall'azienda, valutando se questi sono prodotti in modo sostenibile e rispettano gli standard etici. Inoltre, possono valutare le politiche dell'azienda sui diritti dei lavoratori e sulla diversità, verificando se essa adotti politiche che promuovono la diversità e l'inclusione in luoghi di lavoro equi e sicuri. Infine, possono analizzare l'impatto dell'azienda sulle comunità locali, verificando

se essa opera in modo responsabile e rispetta i diritti dei cittadini e delle comunità in cui essa opera.

Questo tipo di investimento rappresenta un'opzione per gli investitori che desiderano promuovere la sostenibilità in modo più ampio, e non solo attraverso i fattori ESG. Gli investitori che adottano strategie di investimento sostenibile possono anche utilizzare queste informazioni per valutare il potenziale di crescita a lungo termine dell'azienda e la sua capacità di adattarsi ai cambiamenti futuri, che potrebbero avere un impatto sulle prestazioni finanziarie dell'azienda.

### **1.9 - La crescente popolarità degli ESG e il loro impatto sulle SPACs: una panoramica attuale**

La crescente consapevolezza tra gli investitori del ruolo che possono svolgere gli investimenti nel promuovere la sostenibilità e la responsabilità sociale delle imprese è uno dei fattori chiave che spiega l'aumento della recente popolarità degli investimenti sostenibili. Gli investitori stanno diventando sempre più attenti alla sostenibilità delle imprese in cui investono e stanno cercando di costruire portafogli sostenibili e responsabili.

Un altro fattore importante che contribuisce all'aumento degli investimenti sostenibili è il fatto che la sostenibilità è diventata un megatrend in molti settori, con un crescente numero di imprese che si stanno impegnando a diventare sempre più sostenibili. Inoltre, ci sono sempre più prove che le imprese che rispettano gli standard ambientali, sociali e di governance hanno performance finanziarie migliori nel lungo termine rispetto alle società che non rispettano tali standard. Questo significa che gli investimenti sostenibili non solo promuovono la sostenibilità e la responsabilità sociale, ma possono anche generare ritorni finanziari superiori.

Infine, la maggior parte delle istituzioni pubbliche internazionali stanno introducendo normative e incentivi per promuovere gli investimenti sostenibili. Da un lato, l'Unione Europea ha introdotto una serie di normative volte a promuovere queste tipologie di investimenti, tra cui la tassonomia dell'UE per le attività sostenibili<sup>27</sup> e la direttiva sulla

---

<sup>27</sup> La tassonomia dell'UE per le attività sostenibili è uno strumento che definisce una classificazione delle attività economiche in base al loro contributo alla sostenibilità ambientale. L'obiettivo è di creare una base comune per la valutazione dell'impatto ambientale delle attività economiche e di favorire gli investimenti sostenibili. Nello specifico, è stata utilizzata per sviluppare uno schema di etichettatura degli investimenti sostenibili che possa aiutare gli investitori a identificare i prodotti finanziari che soddisfano determinati criteri ambientali.

divulgazione delle informazioni sull'impatto finanziario delle attività sostenibili<sup>28</sup>. Dall'altro lato, la presidenza Biden ha rafforzato l'impegno degli Stati Uniti nei confronti degli investimenti sostenibili attraverso una serie di politiche e proposte. Ad esempio, predisponendo un pacchetto – chiamato “American Jobs Plan – di investimenti di due trilioni di dollari che mira a creare posti di lavoro e rafforzare l'economia attraverso investimenti in infrastrutture sostenibili, veicoli elettrici e fonti di energia rinnovabile. Inoltre, l'amministrazione Biden ha annunciato che gli Stati Uniti rientreranno nell'Accordo di Parigi<sup>29</sup> sul clima, dimostrando un forte impegno per la sostenibilità ambientale. In aggiunta, la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti ha riconosciuto l'importanza degli investimenti sostenibili e sta lavorando per migliorare la divulgazione delle informazioni ESG da parte delle società quotate. La SEC sta anche esaminando la regolamentazione dei prodotti di investimento sostenibile per garantire che gli investitori ricevano informazioni accurate e trasparenti sui prodotti di investimento sostenibili.

A partire dal secondo trimestre del 2020, il fenomeno delle SPAC ha raggiunto una posizione predominante nel mercato finanziario e, nel corso del tempo, il loro numero è continuato ad aumentare. Ciò ha portato le SPAC a diventare un fenomeno quasi altrettanto rilevante quanto quello delle tradizionali operazioni di IPO. Inoltre, l'attenzione crescente verso i fattori ESG ha ulteriormente incrementato la popolarità delle SPAC, grazie alla percezione sempre più diffusa che queste rappresentino un'opzione di investimento allineata con le preoccupazioni ambientali, sociali e di governance della comunità degli investitori.

---

<sup>28</sup> Sviluppata nell'ambito del Piano d'Azione per la finanza sostenibile dell'Unione Europea, che mira a mobilitare il capitale privato per sostenere gli obiettivi climatici e ambientali dell'UE. Questo piano include un insieme di misure volte a migliorare l'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio e nella gestione degli investimenti. Nello specifico richiede alle imprese di divulgare informazioni sull'impatto finanziario delle attività sostenibili. Ciò include informazioni sulla performance finanziaria dell'impresa in relazione agli obiettivi ESG e sui rischi e opportunità legati alla sostenibilità ambientale.

<sup>29</sup> Accordo di Parigi: recuperato da <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>: L'accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016, con l'adempimento della condizione della ratifica da parte di almeno 55 paesi che rappresentano almeno il 55% delle emissioni globali di gas a effetto serra.

## **1.10 SPACs E criteri ESG: un nuovo paradigma per l'investimento sostenibile**

Il fenomeno delle SPAC, ad oggi, si sta progressivamente evolvendo verso direzioni sostenibili, tra queste vi è l'Impact Investing<sup>30</sup>. Nello specifico lo US SIF<sup>31</sup> associa questo approccio alla strategia di investimento classificata come “generatrice di impatto”, unica strategia di investimento a contribuire attivamente alla risoluzione di sfide sociali e ambientali del mondo reale, in quanto si pone quale obiettivo primario il sostenimento della transizione verso un'economia maggiormente sostenibile. Nello specifico, queste strategie sono una forma di investimento sostenibile che si concentra sull'ottenimento di impatti sociali e ambientali positivi, oltre al rendimento finanziario; questo scopo viene perseguito con l'utilizzo dell'allocazione quale meccanismo di impatto per influenzare degli effetti positivi sulla partecipata, anche come riduzione di impatti negativi.

L'elemento distintivo di tali investimenti rispetto ad altre strategie ESG tradizionali è la modifica attiva di un impatto della partecipata attraverso l'attività degli investitori; in altre parole, invece di selezionare aziende che soddisfano solo i criteri ESG, le strategie generatrici di impatto cercano di investire in società che hanno un impatto positivo rilevante sulle tematiche ESG e sulle comunità in cui operano e cercano di misurare l'efficacia delle aziende nella generazione di impatti positivi al fine di dimostrare il valore aggiunto del loro investimento.

Un esempio di strategia ESG generatrice di impatto potrebbe essere quella di investire in aziende che producono tecnologie pulite e rinnovabili per la produzione di energia, con l'obiettivo di ridurre l'inquinamento atmosferico e promuovere un futuro sostenibile. Questa strategia non solo considera i criteri ESG tradizionali come l'impatto ambientale e la responsabilità sociale dell'azienda, ma punta a generare un impatto positivo attraverso il supporto finanziario di progetti e iniziative che promuovono l'energia pulita.

---

<sup>30</sup> L'Impact Investing è un approccio di investimento che mira a generare un impatto sociale o ambientale positivo, oltre a un rendimento finanziario. Gli investimenti possono essere fatti in imprese, organizzazioni no profit o progetti che cercano di affrontare problemi sociali o ambientali, come la povertà, il cambiamento climatico, la disuguaglianza o la mancanza di accesso all'istruzione e alla sanità. L'impact Investing si differenzia dal filantropismo in quanto si concentra sulla creazione di valore finanziario insieme a un impatto sociale o ambientale positivo, mentre la filantropia si concentra prevalentemente sull'ottenimento di un impatto ambientale positivo senza necessariamente cercare un rendimento finanziario.

<sup>31</sup> US SIF: “The Forum for Sustainable and Responsible Investment” è l'organizzazione di riferimento degli investitori sostenibili e responsabili negli Stati Uniti. Fondata nel 1981, lo US SIF promuove l'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento per creare un futuro sostenibile e giusto. L'organizzazione svolge attività di advocacy, ricerca, formazione e collaborazione con l'industria finanziaria e altre parti interessate per promuovere l'investimento sostenibile e responsabile.

Questa tendenza verso gli investimenti sostenibili riflette l'aumento dell'attenzione del mercato finanziario verso obiettivi sociali e ambientali, e sta portando alla nascita di SPAC specificamente finalizzate all'investimento in società private che perseguono tali obiettivi, offrendo strumenti sempre più allettanti per gli investitori che desiderano, oltre a ricevere un ritorno finanziario, creando un impatto positivo sul mondo attraverso il proprio portafoglio finanziario.

In particolare, le SPAC che operano con strategie di Impact Investing vengono definite “SPAC attiviste”, poiché spesso cercano di influenzare il comportamento e le pratiche delle società in cui investono per migliorare le loro performance ambientali e sociali, oltre a generare valore finanziario per gli investitori.

Le implicazioni ESG nelle SPAC attiviste sono molteplici. In primo luogo, la presenza di fattori di sostenibilità nei criteri di ricerca nella mission della SPAC aumenta l'interesse degli investitori, in particolare di quelli che si concentrano sugli investimenti responsabili. Ciò ha portato ad un aumento della domanda di SPAC che si concentrano sull'Impact Investing o che promuovono un impatto sociale e ambientale positivo. In secondo luogo, gli investitori sono più propensi a sostenere le proposte di fusione per quelle SPAC che dimostrano di tenere in considerazione i fattori ESG. Pertanto, le SPAC che dimostrano un forte impegno per la sostenibilità ambientale, sociale e di governance possono attrarre maggiori investimenti da parte di investitori che cercano di investire in modo responsabile<sup>32</sup>.

Generalmente, la presenza di fattori ESG nelle SPAC può avere un impatto positivo sull'interesse degli investitori e sul successo delle proposte di fusione. Ciò può essere visto come un vantaggio competitivo per le SPAC che promuovono la sostenibilità ambientale, sociale e di governance, in quanto possono attirare un pubblico più ampio di investitori interessati a investire in modo responsabile.

In aggiunta, la crescente domanda da parte degli investitori per opportunità di investimento ESG sembra superare l'offerta di aziende che soddisfano questi criteri. Di conseguenza, le SPAC sono diventate un driver importante nel panorama degli investimenti

---

<sup>32</sup> SPACtivism – Washington University Law Review - 8 luglio 2022 – Sharon Hannes, Adi Libson & Gideon Parchomovsky – Recuperato da: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3993847](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3993847)

sostenibili, non solo come un modo rapido ed economico per raccogliere fondi, ma anche come un modo per soddisfare la crescente domanda degli investitori per opportunità di investimento ESG. In altre parole, la percezione che la domanda di società sostenibili quotate in borsa superasse l'offerta disponibile si è rivelata un fattore trainante per la tendenza delle SPAC attiviste. Tale sentore è stato indotto dai rapidi cambiamenti nelle preferenze di investimento da parte degli investitori, spinti dalla crescente consapevolezza sociale ed ambientale e dalla volontà di investire in società che perseguono obiettivi sostenibili. Questi cambiamenti hanno prodotto un forte incremento della domanda da parte degli investitori, i quali hanno superato l'offerta da parte del mercato di offrire sufficienti opportunità di investimento sostenibili, creando un sottodimensionamento.

Di conseguenza, da un lato l'inadeguatezza dell'offerta sul mercato ha limitato l'accesso degli investitori a queste opportunità e, per questo motivo, hanno cercato alternative come le SPAC per sfruttare le opportunità di investimento in società che perseguono obiettivi sostenibili. Dall'altro lato, il cambiamento nelle scelte degli investitori ha spinto molte società a adottare politiche e pratiche sostenibili all'interno dei loro modelli di business, con un conseguente incremento dell'attenzione sulla sostenibilità da parte delle aziende. Tuttavia, molte di queste non sono ancora quotate in borsa, il che limita l'accesso degli investitori a queste opportunità. Inoltre, alcune di queste società potrebbero aver bisogno di capitali per espandersi o realizzare i loro obiettivi, e l'accesso al mercato azionario può rappresentare una modalità di finanziamento per la loro crescita e sviluppo.

Nel contesto appena descritto, le SPAC attiviste possono essere una soluzione efficace per ampliare l'offerta di aziende sostenibili quotate sul mercato, con l'ulteriore vantaggio di offrire a queste ultime una via per ottenere finanziamenti e aumentare la loro visibilità, mentre agli investitori verrebbe data l'opportunità di condividere gli eventuali successi di queste società, ottenendo così un rendimento finanziario insieme all'opportunità di contribuire positivamente alla società e all'ambiente. Ciò risulta efficiente poiché le SPAC sono particolarmente adatte a risolvere il problema della scarsità di aziende quotate in borsa grazie alla loro natura e alla capacità di acquisire rapidamente piccole aziende private e portarle in borsa tramite operazioni di reverse merger. Inoltre, le SPAC rappresentano una soluzione relativamente rapida e poco costosa per le aziende che cercano di quotarsi in borsa e di sfruttare condizioni di mercato favorevoli.



Gli esperti di investimenti, venture capitalist e analisti di mercato tendono a considerare molte delle società non quotate che perseguono finalità ESG come possibili gazzelle<sup>33</sup> o scale-up<sup>34</sup>. Queste società sono altamente desiderabili in quanto, essendo orientate alla crescita, hanno un grande potenziale nella generazione di rendimenti elevati per gli investitori. Inoltre, il crescente interesse degli investitori per le start-up orientate alla sostenibilità ha portato a valutazioni elevate sulle principali piazze finanziarie globali, rendendole obiettivi allettanti per le SPAC. Queste ultime rappresentano un'alternativa alla quotazione in borsa tradizionale, fornendo alle start-up l'accesso alle risorse finanziarie necessarie attraverso una combinazione di capitale e debito. In questo modo, le SPAC consentono alle start-up di evitare le complessità e i costi associati a una IPO e di accedere rapidamente al mercato dei capitali. Ciò significa che le società ad alta crescita sono molto richieste dagli investitori, in quanto possono offrire un rendimento più elevato rispetto ad altre aziende grazie al fatto che il loro modello di business è basato su tecnologie verdi, innovative e all'avanguardia. Un esempio interessante riguarda le società private produttrici veicoli elettrici, che sono state oggetto di numerose transazioni de-SPAC. Questo perché il settore EV è in forte crescita e le startup che lo compongono hanno un grande potenziale di crescita a lungo termine. Tuttavia, spesso queste non hanno risorse finanziarie sufficienti per affrontare un processo di quotazione in borsa tradizionale; questa caratteristica le rende target privilegiati per le SPAC.

Negli ultimi tempi, infine, molte SPAC hanno vagliato opportunità di investimento in settori in cui non esistono ancora leader di settore sostenibili ben definiti. Questo interesse è spiegato sia dalla volontà degli sponsor di perseguire obiettivi ESG, sia dalla ricerca di vantaggi competitivi in mercati sempre più concorrenziali. Gli sponsor, inoltre, stanno dimostrando un crescente interesse per quelle aziende che stanno adottando soluzioni innovative per ridurre le emissioni di gas serra e migliorando le proprie reti

---

<sup>33</sup> Il termine "società gazzelle" è comunemente utilizzato per riferirsi a imprese giovani e innovative, caratterizzate da una forte crescita economica e un alto potenziale di sviluppo nel mercato. Spesso, queste società operano in settori ad alta tecnologia e sono in grado di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato. Il termine è stato coniato negli Stati Uniti negli anni '80 e da allora si è diffuso in molti paesi, incluso l'Italia. Le società gazzelle sono spesso considerate un motore di sviluppo economico e una fonte di innovazione per l'intera economia.

<sup>34</sup> Le società scale-up sono aziende che hanno superato la fase di startup e stanno vivendo una rapida crescita, con un tasso di crescita annuo delle entrate superiore al 20%. Sono società che hanno dimostrato di avere un modello di business valido e sono in grado di scalare il loro prodotto o servizio a livello globale. Le società scale-up hanno spesso superato la fase di finanziamento iniziale e stanno cercando di raccogliere fondi per supportare la loro espansione. Queste società sono importanti per l'economia in quanto possono creare posti di lavoro e innovazioni tecnologiche, ma allo stesso tempo possono essere soggette a sfide come la gestione della crescita rapida e la pressione finanziaria.

elettriche. Ciò indica che gli investitori sono sempre più interessati a investire in soluzioni per l'energia pulita e nella transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Un esempio di rilievo di SPAC attivista è “SOAC”<sup>35</sup> (Sustainable Opportunities Acquisition Corp – NYSE:SOAC), una società veicolo quotata alla Borsa di New York nel maggio 2020. SOAC si è definita come la prima SPAC attivista nel campo della sostenibilità, il suo obiettivo era quello di identificare e acquisire una società che operasse nell'ambito della sostenibilità e che fosse in grado di fornire soluzioni innovative per ridurre l'impatto ambientale. SOAC si è posta come obiettivo primario quello di agire come catalizzatore per le aziende che desideravano adottare pratiche sostenibili, offrendo un supporto finanziario e strategico per promuovere lo sviluppo di tecnologie innovative a basso impatto ambientale. Grazie al suo impegno per la sostenibilità, SOAC si è posizionata come una delle prime SPAC ad orientarsi verso l'investimento sostenibile, dimostrando un crescente interesse da parte degli investitori verso le società che perseguono obiettivi ESG. La società ha fornito un'alternativa alla quotazione in borsa tradizionale per le aziende impegnate in progetti sostenibili e a basso impatto ambientale, offrendo un'opportunità unica per gli investitori di generare un impatto positivo sulla società e sull'ambiente.

L'IPO di SOAC, avvenuta nel maggio 2020 con una raccolta di fondi di 300 milioni di dollari, si è rivelata un successo, attestando l'interesse crescente degli investitori verso le SPAC attiviste orientate ai fattori ESG. Tale operazione ha sottolineato il ruolo sempre più importante delle SPAC nel finanziamento di aziende impegnate nella sostenibilità ambientale, sociale e di governance, e ha dimostrato la capacità di SOAC di attrarre un'ampia base di investitori che condividono la sua visione e i suoi obiettivi. La sua IPO è stata caratterizzata da un forte interesse da parte degli investitori istituzionali, evidenziando l'attrattiva di SOAC come veicolo di investimento sostenibile nel mercato finanziario globale.

Nel 2021, DeepGreen Metals ha formalmente siglato un accordo di fusione con SOAC del valore di 2,9 miliardi di dollari, fondando la società "The Metals Company"<sup>36</sup> (NASDAQ:TMC). L'azienda si occupa dello sviluppo di metalli utilizzati nella produzione di batterie per veicoli elettrici, per far fronte alla crescente carenza nella catena di fornitura di veicoli elettrici, sfruttando i noduli polimetallici presenti sul fondo del mare nell'Oceano

---

<sup>35</sup> <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=0001798562>

<sup>36</sup> <https://www.businesswire.com/news/home/20210628005729/en/DeepGreen-Securityholders-Approve-Business-Combination-with-Sustainable-Opportunities-Acquisition-Corp>.

Pacifico. Secondo le previsioni della società, le risorse in possesso sono sufficienti per la produzione di circa 280 milioni di veicoli elettrici, con un impatto ambientale inferiore rispetto al mining convenzionale. The Metals Company si è posta come obiettivo primario quello di fornire una fonte a basso costo di materie prime come nichel, cobalto, rame e manganese, utilizzati nella produzione di batterie grezze e materiali di cablaggio. La fusione con SOAC rappresenta un importante passo in avanti verso l'obiettivo di The Metals Company di diventare un leader nel settore della sostenibilità ambientale e della produzione di tecnologie pulite per la mobilità elettrica.

Un ulteriore esempio significativo di SPAC attivista è rappresentato da SDAC (Sustainable Development Acquisition Corp – XNCM:SDAC), la cui IPO del valore di 316 milioni di dollari è stata lanciata nel febbraio 2021. Si tratta di una SPAC creata per identificare aziende nei settori dell'acqua, dell'alimentazione, dell'agricoltura, delle energie rinnovabili e della gestione delle risorse ambientali, con l'obiettivo di sostenere l'implementazione di tecnologie innovative in grado di affrontare le sfide globali identificate dagli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Inoltre, SDAC si è avvalsa dell'esperienza e delle competenze di RRG/Capricorn<sup>37</sup>, una piattaforma di impact investing globale, al fine di individuare e acquisire aziende che avessero un forte impatto sociale ed ambientale positivo, in linea con gli standard ESG.

In altre parole, anche SDAC si è posizionata come una delle prime SPAC attiviste con un focus sulle opportunità di investimento in progetti sostenibili e a basso impatto ambientale, dimostrando nuovamente il crescente interesse degli investitori per le aziende che perseguono obiettivi di impatto sociale ed ambientale positivo.

---

<sup>37</sup> <https://capricorn.be/en/esg>

## **1.11 - Confronto tra SPACs, fondi comuni di investimento e hedge fund per l'attivismo sostenibile: analisi degli investimenti e impatto sulle performance finanziarie**

Le SPAC attiviste presentano un potenziale significativo per supportare e promuovere gli obiettivi ESG in modo più efficace rispetto ad altre tipologie di società di investimento.

L'interesse degli investitori per gli ESG factors è cresciuto in modo significativo negli ultimi anni, come dimostra l'aumento del numero di fondi comuni di investimento che utilizzano criteri di selezione ESG, che hanno superato i 40 miliardi di dollari di asset nel 2020. Questo interesse ha spinto molte aziende americane a adottare politiche e pratiche socialmente responsabili, al fine di diventare sempre più sostenibili e soddisfare le aspettative degli stakeholder. Un esempio tangibile di questa tendenza fu la dichiarazione della Business Roundtable<sup>38</sup> avvenuta nel 2019, in cui si ridefinì lo scopo di una società dalla massimizzazione del rendimento degli azionisti alla promozione di "An Economy That Serves All American", ovvero un'economia più equa e sostenibile in cui le imprese svolgono un ruolo responsabile e attivo nell'affrontare le sfide sociali ed ambientali della società. Ciò implicò l'adozione di politiche e pratiche socialmente responsabili che andavano al di là della sola massimizzazione del valore per gli azionisti, come la tutela dei diritti dei lavoratori, la promozione dell'uguaglianza di genere e la tutela dell'ambiente. In questo modo, le aziende sarebbero potute diventare parte integrante di una società più equa e sostenibile, garantendo una maggiore trasparenza e responsabilità. Molti CEO aziendali sostennero la dichiarazione della Business Roundtable e chiesero l'incorporazione degli obiettivi ESG negli obiettivi aziendali.

Tuttavia, è stato evidenziato che nonostante l'aumento dell'interesse degli investitori istituzionali verso gli obiettivi ESG, molti commentatori hanno sottolineato che l'adozione di queste politiche e pratiche socialmente responsabili non è ancora diffusa nella pratica aziendale. Malgrado ciò, è stato evidenziato che la difficoltà nel realizzare pienamente gli obiettivi ESG nel mondo aziendale deriva dalla mancanza di strumenti innovativi che consentano agli investitori di esercitare un'influenza efficace sulla direzione e sui consigli

---

<sup>38</sup> Business Roundtable – Glossario – Recuperato da <https://www.businessroundtable.org/about-us> - “La Business Roundtable è un'associazione di amministratori delegati (CEO) delle principali aziende americane che lavorano per promuovere una fiorente economia statunitense e l'ampliamento delle opportunità per tutti gli americani attraverso una sana politica pubblica.”

di amministrazione. Tali limiti impediscono alle società di integrare gli obiettivi ESG nelle proprie agende e di operare in modo più sostenibile e responsabile. In questo contesto, le SPAC attiviste possono rappresentare una soluzione efficace e innovativa per affrontare tali limiti, offrendo agli investitori un'opportunità di partecipazione più attiva nella definizione degli obiettivi aziendali e nell'influenza della strategia aziendale. In particolare, le SPAC attiviste possono agire come catalizzatori per l'adozione di politiche e pratiche ESG all'interno delle aziende, sostenendo lo sviluppo di progetti sostenibili e a basso impatto ambientale, e garantendo allo stesso tempo una maggiore trasparenza e responsabilità alle società. Grazie alla loro natura innovativa e flessibile, le SPAC attiviste rappresentano un mezzo efficace per trasformare le aziende in organizzazioni socialmente responsabili e sostenibili, in grado di soddisfare le aspettative degli stakeholder e di generare valore a lungo termine per gli azionisti e la società nel suo complesso.

Nello specifico, i fondi comuni di investimento ESG sono diventati un driver significativo nell'incoraggiamento delle proposte degli azionisti che riguardano questioni ESG, come la diversità di genere, il benessere dei dipendenti e la sostenibilità ambientale delle attività delle società. Tuttavia, questi fondi sono limitati nell'utilizzo di tecniche aggressive, come l'avvio di una lotta per procura con il proprio candidato al consiglio di amministrazione o sostenere una campagna attiva per cambiamenti strategici nell'attività di un'azienda, a causa di regolamentazioni troppo restrittive. Inoltre, molti osservatori del settore hanno sollevato dubbi sulla reale attuazione delle considerazioni ESG nella pratica degli investimenti dei fondi comuni, sostenendo che i loro obiettivi ESG dichiarati siano essenzialmente "green-wash", in quanto è assente un adeguato monitoraggio da parte degli investitori sui numerosi investimenti che compongono i portafogli dei fondi.

Gli hedge fund attivisti, invece, si distinguono dai fondi comuni in quanto possono utilizzare tecniche più aggressive per raggiungere obiettivi ESG, come ad esempio la lotta per procura e la nomina dei propri candidati al consiglio al fine di promuovere tali obiettivi. Tuttavia, gli hedge fund attivisti non perseguono necessariamente obiettivi ESG per l'interesse collettivo, bensì per raggiungere propri obiettivi finanziari limitati temporalmente che hanno un impatto immediato sulle azioni della società, come la scissione di compartimenti aziendali, la riduzione delle spese di ricerca e sviluppo o l'alterazione della struttura retributiva del management. Inoltre, la struttura degli hedge fund, con partnership a orizzonte definito e investimenti illiquidi da parte dei propri soci

accomandanti, nonché forti incentivi finanziari dei soci accomandatari, li porta a valorizzare le azioni delle società il più rapidamente possibile, il che spesso contrasta con gli orizzonti di investimento molto lunghi e il sacrificio richiesti per la promozione degli obiettivi ESG.

In questo contesto, le SPAC attiviste rappresentano una possibile soluzione all'attivismo ESG, poiché si differenziano dai fondi comuni di investimento e dagli hedge fund per varie ragioni. Nello specifico, contrariamente ai fondi comuni di investimento, le SPAC attiviste non sono limitate nell'utilizzo di misure aggressive per raggiungere i loro obiettivi, mentre a differenza degli hedge fund, non richiedono agli investitori di rinunciare alla propria liquidità investita, il che significa che non sono costrette a adottare incentivi a breve termine. Questa combinazione rende le SPAC attiviste un veicolo di investimento ideale per gli investitori interessati a promuovere gli obiettivi ESG.

In aggiunta, si evidenzia che le SPAC attiviste che prestano particolare attenzione agli obiettivi ESG durante la fase dell'IPO attirano una notevole attenzione da parte degli investitori interessati a questi obiettivi. Inoltre, le SPAC attiviste hanno la capacità di utilizzare misure aggressive per promuovere gli obiettivi ESG senza essere soggette alla pressione degli investitori che richiedono una redditività immediata. Ciò significa che possono perseguire obiettivi ESG a lungo termine senza dover soddisfare la richiesta di un rendimento finanziario immediato.

Infine, le SPAC attiviste consentono agli investitori di monitorare più facilmente ed efficacemente la loro strategia ESG rispetto ai fondi comuni di investimento, poiché queste si concentrano su una singola società invece di detenere un portafoglio di numerose società. Questo rende più facile per l'investitore valutare se la strategia condotta promuove o meno i propri obiettivi ESG e di conseguenza, in caso contrario, l'investitore potrà procedere a riscattare le proprie azioni e comunicare sia alla direzione della SPAC attivista che al mercato che non è il tipo di strategia ESG che aveva in mente.

In sostanza, le SPAC attiviste offrono una maggiore flessibilità e trasparenza agli investitori ESG e consentono loro di partecipare a investimenti mirati e impegnati per il raggiungimento di un bene comune.

In conclusione, l'impiego delle SPAC attiviste potrebbe costituire una leva per ampliare la portata dell'attivismo degli investitori, il quale attualmente si presenta con

un'impronta limitata. Occorre specificare, in proposito, che i capitali investiti dagli hedge fund attivisti rappresentano una percentuale esigua rispetto alla capitalizzazione di mercato aggregata di tutte le società quotate negli Stati Uniti. Da ciò discende che l'impatto dell'attivismo degli hedge fund e fondi di investimento, nonostante sia spesso enfatizzato da media e altre piattaforme informative, si limita ad un numero ristretto di aziende.

L'introduzione di SPAC attiviste, di conseguenza, non solo comporterebbe un mutamento della natura stessa dell'attivismo, ma avrebbe anche ripercussioni sul piano distributivo. Infatti, finora l'accesso agli investimenti attivisti degli hedge fund è stato per lo più circoscritto a solo alcune categorie di investitori, come fondi di private equity, investitori istituzionali e soggetti facoltosi, ciò a causa di vincoli regolamentari. Gran parte degli investitori al dettaglio non ha potuto beneficiare dell'attivismo degli hedge fund. Inoltre, gli hedge fund attivisti offrono un ulteriore vantaggio ai propri esigui investitori, consistente nella relativa indipendenza dal rischio di mercato: i rendimenti degli hedge fund attivisti, infatti, provengono principalmente dal miglioramento<sup>39</sup> delle aziende, e possono essere generati anche in un contesto di mercato ribassista.

L'impiego di SPAC attiviste potrebbe quindi contribuire a migliorare la situazione degli investitori al dettaglio sotto vari profili. In primo luogo, l'investimento in SPAC attiviste sarebbe accessibile a chiunque, indipendentemente dal loro patrimonio. In secondo luogo, poiché le azioni delle SPAC attiviste sono negoziate in borsa, le partecipazioni degli investitori al dettaglio sarebbero altamente liquide, ovvero facilmente cedibili in qualsiasi momento. Gli hedge fund, invece, sono per lo più illiquidi, in quanto strutturati come partnership e con i fondi investiti bloccati per periodi che vanno dai 7 ai 10 anni. Ne consegue che persino gli HNWI<sup>40</sup> potrebbero essere restii a partecipare in campagne attiviste proposte dagli hedge fund, poiché vincolare una parte consistente della loro ricchezza per un arco di tempo molto lungo, comportando di conseguenza costi opportunità elevati.

---

<sup>39</sup> Per "miglioramento delle aziende" si intende l'implementazione di strategie e azioni che portano ad un aumento della produttività, dell'efficienza, della competitività e del valore dell'azienda. In generale, gli hedge fund attivisti cercano di influenzare la gestione aziendale al fine di creare valore per gli azionisti attraverso l'attuazione di una serie di cambiamenti, come la riduzione dei costi, l'aumento della trasparenza, la vendita di asset non strategici e la revisione della governance aziendale. In questo modo, gli hedge fund attivisti cercano di migliorare le prestazioni delle aziende in cui investono e di conseguenza aumentare il valore delle azioni.

<sup>40</sup> HNWI – High net worth individual – Glossario – Recuperato da [https://it.wikipedia.org/wiki/High\\_net\\_worth\\_individual](https://it.wikipedia.org/wiki/High_net_worth_individual) - "persone che possiedono un alto patrimonio netto e che dunque, in generale, sono particolarmente abbienti"

In secondo luogo, la diffusione delle SPAC attiviste aprirebbe agli investitori al dettaglio la possibilità di diversificare il proprio portafoglio di attivisti. Il fatto che le SPAC attiviste possano accogliere qualunque somma di denaro consentirebbe agli investitori di partecipare a più SPAC attiviste, nonché ad altri tipi di investimento. Ciò consentirebbe loro di coprire i propri investimenti e di non perdere il proprio capitale se una particolare SPAC attivista dovesse fallire, aumentando così la resilienza del loro portafoglio di investimenti.

In sintesi, l'introduzione delle SPAC attiviste potrebbe rappresentare un'opportunità significativa per gli investitori al dettaglio di partecipare all'attivismo degli investitori e di beneficiare dei potenziali rendimenti derivanti dalle campagne di miglioramento delle società, in modo più liquido, diversificato e accessibile rispetto alle tradizionali strategie di hedge fund attivisti.



## **CAPITOLO 2**

### **LETTERATURA ACCADEMICA**

Il secondo capitolo si propone di fornire una panoramica esaustiva delle ricerche esistenti riguardanti le SPAC e la loro interazione con gli ESG factors, analizzando le motivazioni e le implicazioni di ogni aspetto trattato. Tale approccio consente di gettare le basi per ulteriori indagini e di contribuire al dibattito accademico e professionale su questi temi di crescente rilevanza nel panorama finanziario contemporaneo.

#### **2.1 – Introduzione**

In questo elaborato, l'analisi della lettura accademica si propone di esaminare le differenze tra le SPAC e il tradizionale sistema di quotazione in borsa attraverso indagini empiriche comparative. L'obiettivo di questa analisi è quello di fornire un punto di partenza per la ricerca e definire il campo di studio, individuare eventuali lacune nella conoscenza e stabilire obiettivi specifici per la ricerca nei capitoli successivi. In particolare, si prevede di esplorare le performance delle SPAC dopo la fusione e di confrontarle con quelle delle società che si sono quotate attraverso un Initial Public Offering.

Ciò nonostante, l'analisi comparativa tra le SPAC e le società quotate tramite IPO è un'operazione complessa, in quanto le caratteristiche dei due strumenti di finanziamento presentano differenze sostanziali. In particolare, le SPAC hanno una struttura unica che prevede un'offerta pubblica iniziale di azioni a cui segue una successiva fusione con una società già esistente. Questa struttura complessa ha un impatto sulla comparabilità delle performance delle SPAC con quelle delle società quotate tramite IPO, in quanto la prima ha un periodo di vita limitato rispetto alla seconda. Inoltre, le SPAC non hanno risorse operative al momento dell'annuncio dell'offerta pubblica iniziale, il che rende difficile condurre un'analisi completa della loro performance dall'IPO alla de-SPAC. Nonostante ciò, l'analisi delle performance delle SPAC dopo la fusione può fornire informazioni utili sulla loro capacità di generare valore per gli investitori. In particolare, l'analisi delle performance post-fusione delle SPAC può aiutare a comprendere meglio le dinamiche del mercato dei capitali e i fattori che influenzano la loro redditività.

Il recente fenomeno dell'ascesa del mercato SPAC ha suscitato un acceso dibattito tra professionisti e accademici, poiché la valutazione delle loro prestazioni post-fusione è

un tema di grande importanza per gli investitori. Nonostante ci siano vantaggi competitivi per gli emittenti e gli investitori in termini di finanziamento e quotazione, i dati sulle performance post-fusione delle SPAC sono estremamente eterogenei e contrastanti. In particolare, gli investitori che considerano le SPAC come un'opzione di investimento devono tener conto del fatto che il basso tasso di rendimento post-fusione potrebbe creare un disallineamento di interessi tra i fondatori e gli investitori delle SPAC, in quanto i fondatori non sono ricompensati se la fusione non viene completata, ma ricevono commissioni sostanziose. Inoltre, il tasso di commissioni può essere significativamente elevato, specialmente quando molti azionisti decidono di riscattare le proprie azioni.

I risultati degli studi sulle performance post-fusione delle SPAC sono altrettanto contrastanti. Mentre molti studi mostrano rendimenti cumulati positivi intorno agli annunci di fusione, ossia nel breve termine, la maggior parte dei dati dimostra rendimenti anomali negativi nel lungo termine. Ad esempio, Lewellen<sup>41</sup> ha suddiviso il ciclo di vita di una SPAC in sottoperiodi e ha riscontrato che i rendimenti degli investitori variano nelle diverse fasi del ciclo di vita della SPAC, con un calo dei rendimenti a seguito dell'acquisizione. Inoltre, Jenkinson e Sousa<sup>42</sup> hanno dimostrato che, nel complesso, più della metà delle acquisizioni di SPAC distruggono valore, con un rendimento medio cumulativo negativo del 24% sei mesi dopo la fusione e un rendimento medio cumulativo negativo del 55% dopo un anno. Anche la performance operativa delle SPAC a lungo termine risulta inferiore rispetto a quelle delle IPO tradizionali e dei peer del settore, come dimostrato dallo studio di Datar, Emm e Ince<sup>43</sup>. Questo studio ha evidenziato che, in generale, le SPAC sono più indebitate, hanno dimensioni inferiori, investono meno e hanno minori opportunità di crescita rispetto alle aziende di riferimento.

I risultati degli studi sulle performance post-fusione delle SPAC indicano che gli investitori devono prestare molta attenzione alla scelta delle SPAC come opzione di investimento e valutare attentamente i dati operativi e finanziari delle stesse, al fine di ridurre la possibilità di conflitti d'interesse tra fondatori e investitori. La letteratura

---

<sup>41</sup> Stefan Lewellen: "SPACs as an Asset Class". Recuperato da: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1284999](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999)

<sup>42</sup> Tim Jenkinson & Miguel Sousa: "Why SPAC investors should listen to the market". Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2126226](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2126226)

<sup>43</sup> Vinay Datar, Ekaterina Emm, Ufuk Ince: "Going public through the back door : a comparative analysis of SPACs and IPOs". Recuperato da <https://www.econbiz.de/Record/going-public-through-the-back-door-a-comparative-analysis-of-spacs-and-ipos-datar-vinay/10009729221>

accademica suggerisce che, nonostante le SPAC possano rappresentare un'opzione di finanziamento e quotazione per le società private, è importante effettuare una valutazione attenta delle performance operative e finanziarie delle stesse prima di prendere una decisione di investimento. In linea con tali risultati, Lakicevic e Vulcanovic<sup>44</sup> hanno condotto uno studio sulla performance dei tre tipologie di titoli che le SPAC emettono durante l'IPO: quote, azioni ordinarie e warrant. Il loro studio ha evidenziato che le SPAC mostrano in generale rendimenti positivi all'annuncio della fusione, ma il grado di performance positiva varia ed è il più alto per i detentori di warrant. Tuttavia, il rendimento anomalo cumulativo dopo dieci giorni dalla data di acquisizione risulta essere del 9,59%. Inoltre, analizzando un sotto-campione di 66 SPAC che hanno completato l'acquisizione, i ricercatori hanno riscontrato un rendimento del -28% per i detentori di quote, confermando i risultati della letteratura secondo cui, in media, le SPAC post-acquisizione distruggono valore per gli investitori.

Malgrado le evidenze empiriche poco rassicuranti circa le performance delle SPAC a lungo termine, l'interesse del mercato verso queste società rimane elevato, nonostante un'ampia dispersione della performance a lungo termine e numerose ricerche che dimostrano la tendenza delle SPAC a distruggere valore a lungo termine. In tal senso, risulta interessante esplorare gli aspetti legati alle ragioni per cui le SPAC sono ancora così popolari nonostante le loro performance post-fusione poco soddisfacenti. Questo implica l'illustrazione degli studi empirici che sono riusciti a individuare i fattori distintivi che caratterizzano le SPAC e che possono aver contribuito al loro successo iniziale e al loro continuo interesse da parte degli investitori.

In primo luogo, una ricerca di McKinsey & Co<sup>45</sup> rileva che le SPAC con una precedente esperienza operativa a livello di C-suite tendono a over-performare le SPAC guidate dagli investitori; in particolare, quando si afferma che le SPAC con una precedente esperienza operativa a livello di C-suite tendono a superare le SPAC guidate dagli investitori, ci si riferisce al fatto che le SPAC gestite da ex-dirigenti di aziende o di C-suite, ovvero coloro che hanno ricoperto posizioni di vertice in aziende di successo, hanno

---

<sup>44</sup> Milan Lakicevic & Milos Vulcanovic: "A Story on SPACs". Recuperato da [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1958238](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958238)

<sup>45</sup> "Earning the premium: A recipe for long-term SPAC success". Recuperato da <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20Investors/Our%20Insights/Earning%20the%20premium%20A%20recipe%20for%20long%20term%20SPAC%20success/Earning-the-premium-A-recipe-for-long-term-SPAC-success.pdf>

maggiori probabilità di avere successo rispetto alle SPAC guidate dagli investitori. Ciò è dovuto al fatto che gli ex-dirigenti di aziende o di C-suite hanno acquisito una vasta esperienza operativa, finanziaria e di leadership durante la loro carriera. Questa esperienza può aiutarli a identificare le opportunità di investimento migliori e a gestire meglio il processo di acquisizione dell'azienda target. Inoltre, questi ex-dirigenti di aziende o di C-suite hanno una maggiore conoscenza del settore in cui operano, che può aiutare a identificare e valutare meglio le opportunità di investimento. Hanno anche una rete di contatti e di relazioni già consolidate all'interno del settore, che può essere utile per identificare potenziali aziende target e per negoziare accordi di fusione e acquisizione. D'altra parte, le SPAC guidate dagli investitori, ovvero quelle gestite principalmente da investitori istituzionali o finanziari, potrebbero avere meno esperienza operativa e di leadership nel settore di riferimento. Questo potrebbe limitare la loro capacità di identificare le migliori opportunità di investimento e di negoziare accordi di fusione e acquisizione.

In secondo luogo, ricerche empiriche condotte da Klausner e Gahng<sup>46</sup> evidenziano che le prestazioni post-fusione di una SPAC sono migliori per le fusioni a struttura diluita intrinseca inferiore, misurata in base al numero di rimborsi.

Quando si parla delle prestazioni post-fusione di una SPAC, ci si riferisce alla performance dell'azienda target dopo che è stata acquisita dalla SPAC. La struttura diluitiva intrinseca si riferisce al livello di diluizione degli azionisti della SPAC dopo l'acquisizione dell'azienda target. In altre parole, la struttura diluitiva intrinseca si riferisce a quanto gli azionisti della SPAC hanno perso di valore azionario a causa dell'emissione di nuove azioni per finanziare l'acquisizione. In questo contesto, "inferiore" fa riferimento a un livello di diluizione più basso nella distribuzione di titoli. Quindi, se la struttura diluitiva intrinseca è inferiore, significa che gli azionisti della SPAC hanno perso meno valore azionario a causa dell'emissione di nuove azioni.

Pertanto, quando si dice che le prestazioni post-fusione di una SPAC potrebbero essere migliori per le fusioni a struttura diluitiva intrinseca inferiore misurata in base al numero di rimborsi, ci si riferisce al fatto che, in generale, gli azionisti della SPAC potrebbero ottenere

---

<sup>46</sup> "A Sober look at SPACs" – Micheal Klausner – Stanford University – Recuperato da [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/klausnerohlroggeruanfinal\\_1.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/klausnerohlroggeruanfinal_1.pdf)

migliori prestazioni post-fusione se il livello di diluizione degli azionisti è inferiore e se ci sono meno rimborsi (o riscatti) degli azionisti.

I rimborsi degli azionisti sono il diritto degli azionisti della SPAC di riscattare le loro azioni a un prezzo determinato, generalmente quando l'acquisizione dell'azienda target non si verifica entro un certo periodo di tempo o quando la maggioranza degli azionisti vota contro l'acquisizione. Se ci sono molti rimborsi, gli azionisti rimanenti potrebbero avere meno denaro da investire nell'azienda combinata dopo la fusione, il che potrebbe influire negativamente sulle prestazioni post-fusione della SPAC.

A conferma di ciò, ricerche di Goldman Sachs<sup>47</sup> suggeriscono che l'utilizzo del finanziamento PIPE può essere un fattore determinante per il successo della fusione e potrebbe influire sulla struttura diluitiva intrinseca inferiore della SPAC, in particolare il coinvolgimento del finanziamento PIPE può contribuire a migliorare il rendimento delle SPAC post-fusione, riducendo al minimo i rimborsi. Quindi, le SPAC che utilizzano il finanziamento PIPE potrebbero essere in grado di ridurre il numero di rimborsi, migliorando la loro struttura diluitiva intrinseca e potenzialmente migliorando le prestazioni post-fusione.

Oltre le ricerche empiriche precedentemente citate – le quali si sono focalizzate sull'analisi dei fattori che possono influire sulle prestazioni post-fusione delle SPAC – un recente studio intitolato "Investment Insights Blue Paper<sup>48</sup>" redatto da Amundi Asset Management nel maggio 2021 ha analizzato il fenomeno delle SPAC in modo più ampio. Nello specifico, il documento si è concentrato sull'analisi comparativa delle performance delle de-SPAC rispetto a quelle delle IPO tradizionali e del mercato, a un anno e YTM. In particolare, il documento ha evidenziato come le de-SPAC abbiano generato rendimenti inferiori rispetto alle IPO tradizionali, in tutti gli intervalli temporali presi in analisi, indicando una maggiore incertezza per gli investitori che hanno deciso di investire nelle SPAC. Inoltre, il documento ha anche sottolineato come la recente esplosione del fenomeno delle SPAC abbia portato a un'abbondanza di operazioni di questo tipo, con un numero crescente di SPAC che cercano di acquisire aziende target. Ciò ha aumentato la concorrenza tra le SPAC e ha reso più difficile per gli investitori individuare le SPAC più promettenti, rendendo la scelta degli investimenti ancora più complessa.

---

<sup>47</sup> "The IPO SPAC-tacle". Recuperato da <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/top-of-mind/the-ipo-spac-tacle/report.pdf>

<sup>48</sup> Amundi Asset Management | Institute – "SPACs: Beyond exuberance, back to reality" – Recuperato da <https://research-center.amundi.com/article/spacs-beyond-exuberance-back-reality>

L'analisi condotta da Amundi Asset Management è di fondamentale importanza per valutare i vantaggi e gli svantaggi delle SPAC, sia per le società che per gli investitori. Prima di valutare le performance post de-SPAC, questa analisi fornisce un quadro approfondito dei principali vantaggi delle SPAC, quali la maggiore flessibilità nei processi di finanziamento e di acquisizione, la maggiore velocità nel completamento dell'acquisizione e la possibilità di effettuare acquisizioni di società non quotate senza dover ricorrere all'IPO. Tuttavia, l'analisi evidenzia anche le principali criticità delle SPAC, quali la mancanza di una regolamentazione uniforme e la limitata trasparenza nei processi decisionali. Inoltre, l'analisi si concentra sulle nuove SPAC che sono emerse di recente sul mercato e che, quindi, rappresentano l'ultima versione di questo strumento di investimento. La rilevanza del paper è dovuta al fatto che le SPAC sono uno strumento finanziario alternativo in rapida evoluzione, e le analisi precedenti potrebbero non tenere conto di nuove caratteristiche e dinamiche che hanno assunto le SPAC nell'ultimo biennio.

Successivamente, l'analisi procede a valutare i rendimenti passati delle SPAC e delle IPO, confrontando la performance dell'indice IPO statunitense con quello rappresentativo delle SPAC, in particolare "SPAC & NextGen IPO Index"<sup>49</sup> e "Renaissance IPO Index"<sup>50</sup>, e della performance generale del mercato statunitense, rappresentato dall'S&P500 e dal settore tecnologico tramite l'indice NASDAQ.

Dall'analisi traspare che storicamente che le SPAC hanno mostrato performance superiori prima della fusione, con un aumento dei prezzi delle azioni non appena iniziavano a circolare voci riguardo possibili fusioni, anche in assenza di dettagli precisi riguardanti l'operazione. Questo fenomeno rappresenta un chiaro segnale di eccessiva euforia, che talvolta si traduce in importanti ridefinizioni dei prezzi dopo che sono stati resi noti dettagli più precisi dell'operazione.

---

<sup>49</sup> SPAC & NextGen IPO Index – Glossario – Recuperato da [https://www.indxx.com/Welcome/new\\_indices/499](https://www.indxx.com/Welcome/new_indices/499) - è un indice passivo che tiene traccia della performance delle Special Purpose Acquisitions Corporations ("SPAC") ex warrant di recente quotazione e delle offerte pubbliche iniziali derivate dalle SPAC dal 1° agosto 2017.

<sup>50</sup> Renaissance IPO Index – Glossario – Recuperato da <https://www.ftserussell.com/products/indices/renaissance-ipo> - La serie di indici FTSE Renaissance Global IPO è stata concepita per monitorare l'attività e la performance delle nuove società quotate in borsa. Gli indici vengono ribilanciati trimestralmente con l'inclusione di nuove IPO e la rimozione dei vecchi componenti. Viene utilizzato uno schema di ponderazione della capitalizzazione di mercato corretto per il flottante, in modo da tenere conto solo delle azioni che sono pubblicamente disponibili per la negoziazione.

Inoltre, l'analisi evidenzia che le SPAC con fusioni in vista hanno registrato performance migliori rispetto a quelle nel post-fusione. In altre parole, le SPAC che si apprestano ad effettuare una fusione tendono a mostrare performance migliori rispetto a quelle che hanno già completato il processo di fusione, suggerendo che gli investitori possono trarre vantaggio dalle opportunità offerte dalle SPAC in fase di ricerca di target, ma devono essere cauti nel valutare l'opportunità di investire in SPAC già fuse.

L'analisi condotta da Amundi Asset Management sulla performance delle SPAC ha incluso anche un report di Renaissance Capital<sup>51</sup>, la quale ha condotto uno studio di settore per confrontare i rendimenti delle de-SPAC con il rendimento medio delle IPO. Tale studio ha confermato il trend rilevato da Amundi. In dettaglio, nel periodo 2015-2020, le IPO tramite SPAC hanno sottoperformato post-fusione, ma si è osservato un miglioramento nel biennio 2019-2020, durante il quale le de-SPAC hanno sovraperformato rispetto a quelle del biennio 2016-2018.

È stato inoltre rilevato che il rendimento delle SPAC varia anche in base ai diversi settori in cui avvengono le fusioni. In particolare, le SPAC che hanno concluso fusioni con società target del settore sanitario o tecnologico hanno sovraperformato, mentre quelle che hanno concluso fusioni nel settore energetico hanno registrato un rendimento inferiore. Tuttavia, l'analisi ha precisato che il rendimento delle SPAC post-fusione dipende principalmente dalle capacità manageriali della società target e dalle opportunità di mercato nel settore di riferimento.

In aggiunta, l'Investment Insights Blue Paper di Amundi include un'analisi redatta da JP Morgan<sup>52</sup> che ha esaminato le performance dei diversi tipi di investitori nelle SPAC. La conoscenza delle differenze nelle performance dei diversi tipi di investitori è importante per valutare la distribuzione della ricchezza generata dalla fusione. Inoltre, l'analisi delle performance dei diversi tipi di investitori può fornire informazioni sulla qualità della selezione del target da parte delle SPAC e sulla capacità del management di gestire la

---

<sup>51</sup> “Special Report: SPAC merger returns crumble, upending the 2022 SPAC market” – Renaissance Capital (IPO Center) – Recuperato da <https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/92125/Special-Report-SPAC-merger-returns-crumble-upending-the-2022-SPAC-market>

<sup>52</sup> “Hydraulic Spacking: The SPAC capital raising boom” – JP Morgan – Recuperato da <https://privatebank.jpmorgan.com/gl/en/insights/investing/eotm/hydraulic-spacking>

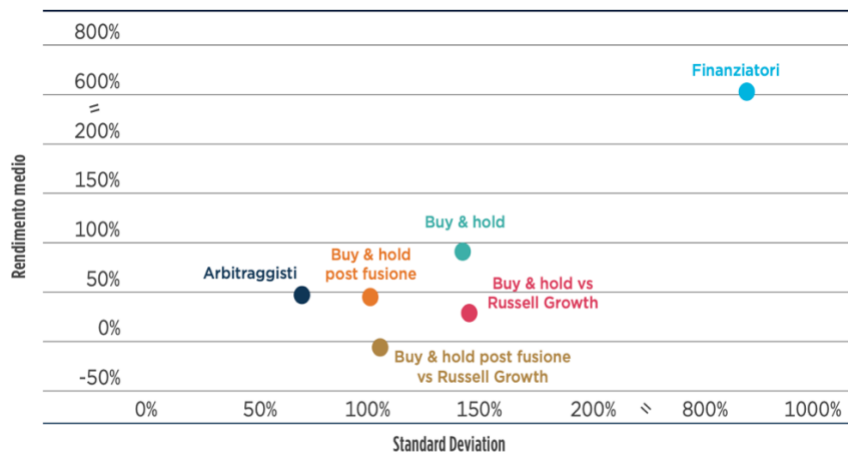
società target dopo la fusione. Ciò può fornire indicazioni sulla sostenibilità delle performance post fusione.

L'analisi fornisce un'interessante prospettiva sulle performance differenziate dei vari tipi di investitori nelle SPAC. In particolare, sottolinea che i finanziatori delle SPAC sono stati il gruppo che ha ottenuto i maggiori profitti, rappresentando il gruppo che maggiormente ha beneficiato di questo veicolo di investimento. In aggiunta, l'analisi evidenzia che un altro gruppo di investitori che ha ottenuto risultati positivi sono stati gli arbitraggisti, costituiti principalmente da hedge fund e altri investitori istituzionali. Questi investitori hanno scelto di riscattare le loro azioni prima della fusione e di vendere il warrant prima della fusione, ottenendo profitti inferiori rispetto ai finanziatori, ma con una bassa variabilità rispetto ad altri gruppi di investitori. Va notato che questo gruppo ha detenuto le azioni solo fino alla fusione, ottenendo i profitti nel breve termine.

In generale, questi risultati suggeriscono che l'investimento nelle SPAC è stata una scelta vincente per i finanziatori e per gli arbitraggisti, in quanto entrambi che hanno ottenuto profitti significativi.

Dall'altro lato, l'analisi evidenzia come gli investitori "buy and hold" delle SPAC abbiano registrato una performance complessivamente buona, ma inferiore a quella dell'indice Russel 2000 growth. Quest'ultimo è un indice di borsa che misura la performance delle piccole società statunitensi caratterizzate da un elevato tasso di crescita e una forte prospettiva di sviluppo futuro. La selezione delle società è basata su criteri come la capitalizzazione di mercato, il tasso di crescita delle vendite, il rapporto prezzo/utili e altri indicatori finanziari. L'utilizzo dell'indice Russell 2000 growth come benchmark per valutare le performance degli investitori "buy and hold" delle SPAC è stato giustificato dalla sua rappresentatività per le piccole società ad alto potenziale di crescita. Infatti, gli investitori "buy and hold" hanno scelto di investire nelle SPAC con l'intenzione di detenerle a lungo termine, partecipando così alla crescita delle società target. Pertanto, il confronto tra le performance degli investitori "buy and hold" delle SPAC e quelle dell'indice Russell 2000 growth fornisce un'indicazione di come questa categoria di investitori abbia effettivamente partecipato alla crescita delle società target rispetto a un indice di riferimento ampiamente accettato nel settore.





**Grafico 1.4:** “analisi dei rendimenti di chi ha investito nelle SPAC quotate o liquidate nel periodo che va dal 1° gennaio 2019 al 22 gennaio 2021”. Fonte dei dati del grafico:

[https://www.amundi.it/investitori\\_professionali/ejzscore/call/ejzscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=\\_dl\\_2b679f63-4312-415e-9c3e-d1db6f1f85d3\\_inline](https://www.amundi.it/investitori_professionali/ejzscore/call/ejzscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=_dl_2b679f63-4312-415e-9c3e-d1db6f1f85d3_inline)

Per concludere, le ricerche empiriche analizzate finora sulle SPAC hanno fornito un quadro completo sulla storia e l'evoluzione di questo mercato, così come sulle prestazioni post-fusione delle SPAC nel breve e lungo termine. Tuttavia, resta ancora molto da capire sulle variabili che influenzano la performance delle SPAC e nuove ricerche potrebbero contribuire a migliorare la comprensione di questo mercato in rapida crescita.

### 2.3 – Literature review & rendimenti delle SPACs attiviste

In questa sezione si intende effettuare una revisione della letteratura empirica riguardante le SPAC, soffermandomi in particolare sulla natura attivista di queste aziende e valutando il loro impatto sulla sostenibilità. Verranno analizzati gli ultimi studi condotti sull'argomento al fine di comprendere la relazione tra le SPAC e la sostenibilità, ricercando evidenze che le SPAC possano rappresentare strumenti compatibili con gli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Nello specifico, l'analisi si concentrerà sull'approccio delle SPAC attiviste alla sostenibilità, esaminando come queste aziende integrino le tematiche ESG nei loro processi decisionali e come cerchino di migliorare la performance delle aziende target. Inoltre, verranno valutate le differenze tra le SPAC attiviste e le SPAC tradizionali in termini di impatto sulla sostenibilità e se l'adozione di un approccio attivista possa comportare un vantaggio competitivo in questo senso.

L'analisi della letteratura esistente sulla compatibilità tra le SPAC e la sostenibilità contribuirà a comprendere il potenziale delle SPAC nell'incoraggiare gli investimenti sostenibili e nella promozione degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Le SPAC attiviste rappresentano una nuova forma di investimento nel mondo finanziario, che ha suscitato l'attenzione di diversi redattori e scrittori finanziari. Secondo l'articolo "SPACs – or Blank Check Companies – and the Surge of Socially Conscious Mandates<sup>53</sup>", infatti, “molte SPAC sono state create per cogliere le opportunità ambientali, sociali e di governance, con un forte interesse da parte degli investitori”. Questo interesse dimostra come il modello delle SPAC sia diventato un'importante caratteristica del panorama degli investimenti sostenibili. In effetti, ciò è confermato anche dal fatto che la domanda di opportunità di investimento ESG sembra eccedere l'offerta.

Negli ultimi anni molti studi hanno analizzato gli effetti dell'attivismo sulle performance delle SPAC attiviste, ma i risultati sono stati variabili. Per comprendere meglio i fattori che influenzano i rendimenti delle SPAC attiviste, in questo paragrafo verranno esaminate le principali ricerche condotte sull'argomento nonché le loro metodologie. In particolare, sarà importante valutare attentamente le variabili prese in considerazione dagli autori degli studi e le metodologie utilizzate, al fine di trarre conclusioni attendibili sulla performance delle SPAC attiviste.

#### **2.4 – L'evoluzione dell'accesso ai dati ESG nella ricerca sulle SPACs attiviste dopo la reverse merger**

Prima dell'ampio sviluppo dei rating ESG, la ricerca accademica riguardante la relazione tra le SPAC e la sostenibilità era limitata dalla scarsità di informazioni sui fattori ESG delle aziende target delle SPAC. In particolare, lo studio di Q.T. Zhang et al. (2021) intitolato "Analyzing the Special Purpose Acquisition Corporation (SPAC) with ESG Factors" ha evidenziato la difficoltà di accedere a informazioni affidabili e consistenti sui fattori ESG delle aziende target delle SPAC, limitando di fatto la possibilità di analizzare l'impatto di questi fattori sulle performance delle de-SPAC.

L'articolo di Zhang et al. esprime infine la speranza che con l'aumento delle società di rating di sostenibilità e l'avanzamento delle tecnologie digitali, si possa accedere a una più ampia

---

<sup>53</sup> SPACs – or Blank Check Companies – and the Surge of Socially Conscious Mandates – James Hester – Impactive – Recuperato da <https://www.theimpactivate.com/spacs-or-blank-check-companies-and-the-surge-of-socially-conscious-mandates/>

varietà di dati e procedere con analisi più dettagliate sulla relazione tra le SPAC e la sostenibilità. In sintesi, la scarsità di dati ESG affidabili ha rappresentato una significativa limitazione alla ricerca sulla relazione tra le SPAC e la sostenibilità, ma con il progresso delle tecnologie e l'aumento della disponibilità di informazioni, potrebbero aprirsi nuove opportunità di ricerca e di approfondimento su questo tema.

Altre analisi condotte sui rendimenti delle ESG SPAC hanno cercato di colmare la mancanza di dati ESG affidabili creando un campione statistico basato sulla sola mission e vision delle società che procedevano alla merger con la SPAC. Questa metodologia, tuttavia, presenta alcune criticità e rischi di green-washing.

Infatti, la mission e la vision rappresentano solo dichiarazioni di intenti delle società e non garantiscono con certezza che queste abbiano effettivamente adottato misure concrete per perseguire obiettivi ESG. In altre parole, una società potrebbe affermare nella sua mission di adottare pratiche sostenibili e responsabili, ma poi non adottare misure specifiche per ridurre l'impatto ambientale delle sue attività o migliorare le condizioni di lavoro dei suoi dipendenti. Inoltre, le società potrebbero utilizzare termini vaghi o generici nelle loro mission e vision, che possono essere interpretati in modo diverso da persone diverse. Pertanto, per valutare correttamente se una società persegue gli obiettivi ESG, è necessario analizzare in modo più approfondito le azioni e le politiche effettive adottate dalla società. In conclusione, l'utilizzo della sola mission e vision per valutare l'adesione di una società agli obiettivi ESG è limitante e rischioso, e una valutazione più approfondita delle azioni e delle politiche effettive adottate dalla società è necessaria per ottenere una valutazione accurata dell'impatto ESG di una SPAC.

Nella ricerca empirica sulle performance delle SPAC attiviste, una fonte importante di informazioni utili è costituita dai report pubblicati tra il 2019 e il 2021 da società di consulenza e banche d'affari, le quali forniscono panoramiche dettagliate sulle operazioni di fusione inversa tra le SPAC e le società target. I report rappresentano pertanto una fonte di informazioni e di dati importanti per gli studiosi che stanno cercando di comprendere gli effetti delle SPAC attiviste sulla sostenibilità e sul mercato finanziario.

Nello specifico, essendo queste società state coinvolte come sottoscrittori nelle operazioni di fusione inversa tra le SPAC e le società target, hanno avuto accesso a una quantità di dati relativamente limitata ma sufficiente per analizzare l'impatto delle SPAC dopo la merger.

Inoltre, hanno analizzato diversi aspetti di queste operazioni, tra cui la performance delle società target dopo la merger, la conformità alle normative ESG e la presenza di stakeholder attivi nella gestione dell'azienda. Questi report hanno inoltre analizzato l'impatto delle SPAC sul mercato azionario e sui rendimenti degli investitori.

I ricercatori possono utilizzare questi dati e informazioni come punto di partenza per approfondire la relazione tra le SPAC e la sostenibilità, e per valutare in modo più accurato gli effetti delle SPAC sul mercato finanziario e sulle aziende target delle operazioni di fusione inversa. Tuttavia, è importante considerare con attenzione i report pubblicati da queste società di consulenza e banche d'affari e valutarne la loro obiettività, poiché potrebbero avere un interesse diretto nelle operazioni di fusione inversa tra SPAC e società target. In ogni caso, l'analisi dei report pubblicati da società di consulenza e banche d'affari rappresenta un'importante fonte di informazioni sulla relazione tra le SPAC e la sostenibilità, e può contribuire a una comprensione più completa degli effetti delle SPAC sul mercato e sulle aziende target delle operazioni di fusione inversa.

Nello specifico, un rapporto redatto da Nomura Green-tech<sup>54</sup> suggerisce che, nonostante l'aumento del numero di SPAC focalizzate sull'ambiente, la maggior parte di esse non è ancora pronta per il mercato a causa della mancanza di prodotti collaudati o di flussi di cassa positivi. Ciò significa che molte delle società coinvolte in operazioni di fusione inversa con una SPAC presentavano un tema ambientale, ma si trovavano ancora nella fase iniziale del loro ciclo di crescita. Questa fase è quella in cui un'azienda cerca di ottenere finanziamenti per sviluppare e testare un'idea o un prodotto innovativo, e può durare diversi anni, comportando spesso costi e investimenti elevati senza ancora generare profitti o flussi di cassa positivi.

Il rapporto di Nomura Green-tech fornisce ulteriori informazioni su questa questione, evidenziando che gli asset manager della società hanno esaminato centinaia di SPAC, ma hanno deciso di investire in pochissime di esse, nonostante molte di loro presentassero un tema ambientale. Ciò suggerisce che gli investitori dovrebbero valutare attentamente le società coinvolte in operazioni di fusione inversa con una SPAC, al fine di capire se queste società sono pronte per il mercato e presentano un potenziale di crescita a lungo termine.

---

<sup>54</sup> SPACs target more ESG companies in 2021 – Nomura Greentech | Reuters – Simon Jessop & Patturaja Murugaboopathy – Recuperato da <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/spacs-target-more-esg-companies-2021-nomura-greentech-2021-05-20/>

In conclusione, lo studio suggerisce che molte SPAC attiviste non hanno ancora dimostrato la loro capacità di avere successo sul mercato, che sono considerate una forma di investimento ad alto rischio e che possono rappresentare una valida alternativa di investimento per gli investitori, ma richiedono una valutazione adeguata delle società coinvolte in queste operazioni per comprendere il loro potenziale di crescita a lungo termine e la capacità di generare flussi di cassa positivi.

Tuttavia, il rapporto di Nomura Green-tech rileva che le società target con credenziali ESG sono state particolarmente ambite dalle SPAC nel 2021, soprattutto quelle attive nei settori della tecnologia ambientale, dei trasporti, dell'acqua e dell'energia. Inoltre, il valore delle operazioni effettuate nel solo anno 2021, che ammontava a 117 miliardi di dollari, è stato più del doppio rispetto all'anno precedente e ha rappresentato il 38% del volume totale delle fusioni delle SPAC, rispetto al 25,3% registrato nella seconda metà del 2020.

Nello specifico, Nomura Green-tech ha individuato tre forze convergenti che stanno determinando la crescita delle aziende che perseguono la sostenibilità e ne aumentano il valore: la riduzione dei costi, trainata dall'innovazione tecnologica, la crescente domanda da parte dei clienti di prodotti e servizi sostenibili e il forte sostegno politico. In particolare, la tecnologia e l'innovazione stanno giocando un ruolo cruciale nella riduzione dei costi di produzione e nell'ottimizzazione delle catene di approvvigionamento, mentre la domanda da parte dei consumatori è spinta da una maggiore consapevolezza dell'impatto ambientale delle loro scelte di acquisto. Infine, il sostegno politico sta accelerando la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio attraverso incentivi fiscali e regolamentazioni più stringenti. In definitiva, questi fattori suggeriscono che le SPAC attiviste che puntano sulla sostenibilità potrebbero rappresentare un'opzione interessante per gli investitori che desiderano partecipare alla transizione verso un'economia più sostenibile.

Il rapporto di KPMG<sup>55</sup> "SPAC insights: ESG and SPACs" conferma ulteriormente la tesi sostenuta da Nomura Green-tech, mostrando che le SPAC con un forte impegno in ambito ESG stanno ottenendo risultati migliori rispetto a quelle senza programmi e operazioni ESG. In particolare, lo studio di KPMG evidenzia che le SPAC che integrano gli aspetti ESG nella loro strategia aziendale mostrano una performance superiore in termini

---

<sup>55</sup> SPAC insights: ESG and SPACs – Dean Bell – KPMG US – Recuperato da <https://advisory.kpmg.us/articles/2021/spac-esg.html>

di crescita dei ricavi e dei margini rispetto alle SPAC che non hanno ancora adottato politiche ESG. Ciò indica che l'adozione di politiche ESG non solo contribuisce a migliorare l'impatto ambientale e sociale delle società, ma può anche avere un impatto positivo sui risultati finanziari a lungo termine, rafforzando la tesi secondo cui l'attenzione alla sostenibilità può rappresentare un vantaggio competitivo per le aziende. Inoltre, il rapporto mette in evidenza che la maggior parte degli investitori considera l'aspetto ESG una componente importante da valutare prima di investire in una società, aumentando così l'importanza delle politiche ESG nel contesto delle SPAC e delle fusioni.

In altre parole, l'attenzione per i fattori ESG è sempre più centrale nell'agenda delle aziende e degli investitori, e quindi è probabile che in futuro le fusioni tra SPAC e società target guidate da questi fattori diventino sempre più frequenti e importanti nel mercato delle SPAC. Questo perché gli investitori stanno diventando sempre più consapevoli della necessità di considerare i fattori ESG nella valutazione delle opportunità di investimento, e le aziende stesse stanno facendo della sostenibilità un elemento fondamentale della loro strategia aziendale. In sintesi, la sostenibilità è destinata a diventare sempre più un criterio chiave nella scelta delle società target per le fusioni con le SPAC.

Il rapporto di KPMG rivela che le performance delle SPAC orientate sui fattori ESG sono superiori a quelle che non lo sono. Tuttavia, la maggior parte delle offerte SPAC non sono orientate sui fattori ESG. Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2020 e il 27 agosto 2021, sono state annunciate 292 fusioni SPAC, di cui solo 65 erano incentrate sui fattori ESG secondo l'analisi di KPMG. Tuttavia, i prezzi delle azioni delle fusioni SPAC incentrate sui fattori ESG hanno sovraperformato quelli delle fusioni non incentrate sui fattori ESG con un ampio margine. Il rendimento medio delle fusioni SPAC incentrate sui fattori ESG che si sono concluse è stato quasi 20 volte superiore a quello delle fusioni SPAC non incentrate sui fattori ESG (19,3% contro -1,1%). Il paper di KPMG mette anche in luce che molti degli obiettivi SPAC orientati ai fattori ESG riguardavano i cambiamenti climatici, tra cui i produttori di veicoli elettrici (EV), le batterie e le società di energia rinnovabile.

Transaction status	ESG	Non-ESG
Overall % change	11.9%	-0.7%
Announced	-0.8%	-0.1%
Closed	19.3%	-1.1%

**Tabella 1.1:** “Le fusioni SPAC con temi ESG hanno sovraperformato le loro controparti non ESG (dal 1° gennaio 2020 al 27 agosto 2021)”. Fonte dei dati della tabella: <https://advisory.kpmg.us/articles/2021/spac-esg.html>

KPMG, in definitiva, suggerisce che le fusioni guidate dai fattori ESG diventeranno probabilmente una caratteristica permanente del mercato delle SPAC poiché gli obiettivi di sostenibilità continuano a essere al centro dell'agenda aziendale. Tuttavia, per garantire che una fusione aiuti a far avanzare obiettivi di sostenibilità tangibili, sia la SPAC che l'azienda target dovranno esaminare rigorosamente i potenziali partner.

In sintesi, il rapporto di KPMG fornisce una conferma del rapporto di Nomura Green-tech, mostrando che le fusioni SPAC incentrate sui fattori ESG hanno prestazioni superiori rispetto a quelle non incentrate sui fattori ESG e che molte fusioni SPAC orientate sui fattori ESG riguardano i cambiamenti climatici, il che suggerisce che le fusioni guidate dai fattori ESG diventeranno probabilmente una caratteristica importante del mercato SPAC a lungo termine.

## **2.5 – Considerazioni di literature review sulla corporate governance delle SPACs attiviste**

Le analisi svolte da Nomura Green-Tech e KPMG sulle prestazioni delle SPAC attiviste hanno menzionato inoltre problematiche sia sul fronte della governance che su quello delle offerte in tema ambientale di queste ultime. Questi risultati sono stati poi confermati da uno studio di Forbes<sup>56</sup>, il quale ha approfondito ulteriormente la questione della governance analizzando casi specifici delle SPAC attiviste.

Nello specifico, la corporate governance delle SPAC presenta alcune criticità. In particolare, gli sponsor, ovvero i promotori delle SPAC, detengono quote significative nella

<sup>56</sup> Shareholder Activists Will Target SPACs In 2022 – But it Won't Be Easy – Forbes – Bruce Goldfarb – Recuperato da <https://www.forbes.com/sites/brucegoldfarb/2022/03/16/shareholder-activists-will-target-spacs-in-2022--but-it-wont-be-easy/?sh=230d07616eb4>

società e posti nel consiglio di amministrazione, il che può creare un conflitto di interessi con gli azionisti pubblici. Inoltre, molte SPAC fuse hanno ancora membri nel loro consiglio provenienti dal periodo precedente la fusione, che potrebbero non avere le competenze necessarie per supervisionare l'attività acquisita. Gli attivisti potrebbero cercare di sfidare questi aspetti della governance della SPAC, ad esempio criticando le doppie classi di azioni<sup>57</sup> o i consigli scaglionati<sup>58</sup> cercando di modificarli o di eliminarli.

Tuttavia, l'articolo sostiene che, nonostante la potenziale attrattiva delle SPAC per gli investitori attivisti a causa dei loro problemi di governance e di valutazione, il successo di una campagna attivista è tutt'altro che assicurato. Gli stessi aspetti della governance, come le strutture azionarie a due classi e i consigli di amministrazione scaglionati, che rendono le SPAC vulnerabili alle critiche, possono anche fornire una protezione significativa in una battaglia per procura. Inoltre, gli sponsor delle SPAC tendono a detenere posizioni significative nella società, rendendo difficile per gli attivisti ottenere un voto. Pertanto, per avere successo, gli investitori attivisti devono spiegare dettagliatamente agli azionisti come le loro proposte possano correggere il gap di valutazione delle SPAC e convincere gli altri azionisti a sostenere la loro causa.

Malgrado ciò, il passaggio di controllo e il potenziale cambio di asset allocation che un'attivista potrebbe richiedere ad una SPAC potrebbero rappresentare un rischio per il consiglio di amministrazione e la direzione dell'azienda, nonostante la governance e la pesante proprietà degli sponsor. Ciò è dovuto al fatto che gli sponsor non hanno una pazienza infinita e potrebbero essere tentati di vendere le loro azioni se le azioni dovessero aumentare in risposta a una campagna di attivisti. Inoltre, uno sponsor o un sostenitore di private equity che detiene ancora una quota importante, potrebbe essere incline a sostenere una potenziale vendita dell'attività. Questo potrebbe rendere la posizione del consiglio di amministrazione più vulnerabile e, pertanto, presentare un fronte unito in cui il

---

<sup>57</sup> Le doppie classi di azioni sono una pratica comune nelle SPAC e consentono agli sponsor di mantenere il controllo dell'azienda anche dopo che è stata acquisita. In pratica, gli sponsor detengono azioni di classe B con diritti di voto molto più elevati rispetto alle azioni di classe A, che sono quotate sul mercato pubblico. Ciò significa che gli sponsor possono prendere decisioni importanti senza il consenso degli azionisti pubblici, creando un conflitto di interessi tra gli sponsor e gli azionisti pubblici.

<sup>58</sup> I consigli scaglionati possono essere un'altra problematica nella corporate governance delle SPAC. Ciò accade quando il consiglio di amministrazione è dominato dagli sponsor o da altri membri della leadership della SPAC, senza la presenza di rappresentanti degli azionisti pubblici o esperti indipendenti. Questo può creare una situazione di conflitto di interessi, in cui gli sponsor e la leadership della SPAC potrebbero non essere motivati a prendere decisioni che siano nell'interesse degli azionisti pubblici.



management, gli sponsor e il resto del consiglio sono strettamente allineati sulla strategia "adatta" per l'azienda. Questo potrebbe rappresentare un modo per mitigare questo rischio.

È altresì essenziale individuare ulteriori aree di debolezza che potrebbero essere oggetto di sfruttamento da parte degli investitori attivisti. Come già accennato, numerose società de-SPAC presentano ancora membri di riserva nel consiglio di amministrazione che avevano fatto parte del board della SPAC originale e che potrebbero non possedere le competenze rilevanti per la gestione dell'attività acquisita. Inoltre, in alcuni casi, la gestione operativa dell'azienda, implementata dallo sponsor, potrebbe mancare di una sufficiente esperienza per il perseguimento dell'attività e la realizzazione del suo valore. Uno studio<sup>59</sup> menzionato nell'analisi ha identificato nell'esperienza correlata dello sponsor con la società acquisita come il fattore principale per la performance azionaria post-fusione di una SPAC. In particolare, il report ha evidenziato che le SPAC con operatori esperti hanno registrato un aumento medio della valutazione del 73% un anno dopo la fusione, mentre quelle prive di operatori veterani hanno subito una perdita media della valutazione del 14%. Ciò sottolinea l'importanza di avere un consiglio di amministrazione e/o una direzione ben preparati e informati, in grado di guidare efficacemente l'attività acquisita e generare valore per gli azionisti. In questo senso, agire proattivamente per rinfrescare il consiglio e/o la direzione, prima che un attivista minacci di farlo per conto proprio, può essere un'opzione prudente per la gestione delle SPAC.

L'analisi suggerisce, inoltre, che per gli attivisti che cercano di comunicare il loro approccio alla creazione di valore - o per i consigli di amministrazione che sperano di mantenere il sostegno degli azionisti - la consulenza di esperti può rappresentare un valore significativo. Infatti, l'assistenza di società di sollecitazione di deleghe, banchieri di investimento e consulenti legali può offrire una prospettiva informata sulla base azionaria della SPAC, sulla struttura di governance e sui fattori che influenzano la valutazione. In particolare, queste figure possono svolgere un ruolo importante nel supportare gli attivisti nel preparare e presentare proposte per l'assemblea dei soci e nel sostenere la loro posizione durante le trattative con il management della SPAC. Inoltre, possono aiutare i consigli di amministrazione a comprendere i punti di forza e di debolezza della struttura di governance

---

<sup>59</sup> For SPACS, one characteristic seems to determinate the investing winners from losers – CNBC – Yun Li – Recuperato da <https://www.cnbc.com/2021/07/12/for-spacs-one-characteristic-seems-to-determine-the-investing-winners-from-losers.html>

della SPAC e a sviluppare strategie per migliorarla, al fine di mantenere il sostegno degli azionisti e garantire una gestione aziendale adeguata.

## **CAPITOLO 3**

### **ANALISI EMPIRICA**

#### **3.1 – Introduzione**

Il presente capitolo ha come obiettivo l'esame, dal punto di vista quantitativo, della possibile relazione statistica tra lo score ESG e il rendimento azionario delle società acquisite da parte di una SPAC. Lo studio sarà condotto attraverso un approccio modellistico che prenderà in considerazione il periodo di 12 mesi successivo al completamento dell'operazione di acquisizione da parte della SPAC. L'analisi comparativa del rendimento delle società acquisite sulla base dei loro ESG score, potrebbe fornire importanti informazioni sulle performance a lungo termine delle società attiviste ESG. Inoltre, il modello statistico consentirà di valutare l'efficacia delle strategie di investimento ESG delle SPAC attiviste.

Tale capitolo è strutturato in modo da sviluppare un'analisi quantitativa approfondita riguardante l'eventuale esistenza di una relazione statistica tra gli ESG score e il rendimento azionario delle società acquisite da SPAC nel corso dei 12 mesi successivi al completamento dell'operazione di acquisizione. La metodologia teorica implementata viene presentata in modo dettagliato, fornendo un'esplicita spiegazione del legame tra l'approccio adottato e la risposta alla domanda di ricerca presentata. Inoltre, vengono illustrate le fonti dati utilizzate e viene mostrato come tale base dati sia in grado di rispondere in maniera efficace all'obiettivo richiesto. Infine, i risultati del modello, accompagnati da commenti specifici, vengono presentati al fine di confermare o confutare la domanda di ricerca proposta, mentre eventuali test di robustezza vengono effettuati al fine di garantire la solidità delle conclusioni raggiunte.

#### **3.2 – Definizione del campione**

In questa sezione verrà fornita un'analisi delle SPAC attualmente presenti sul mercato americano e le loro aziende target. L'obiettivo dell'analisi è verificare l'esistenza della relazione tra ESG score e rendimento azionario a 12 mesi.

Prima di procedere all'analisi vera e propria, è fondamentale fornire un quadro d'insieme del contesto, comprensivo del periodo in cui le SPAC sono state quotate e in cui

sono state completate le operazioni di aggregazione aziendale. Pertanto, nei prossimi paragrafi si forniranno le caratteristiche qualitative ritenute più significative ai fini della redazione dell'analisi, specificando anche la metodologia utilizzata per la costruzione e l'analisi del campione.

Per definire le caratteristiche qualitative del campione, si utilizzerà una metodologia rigorosa basata sulla ricerca di fonti autorevoli e sull'analisi di dati statistici e finanziari.

Nello specifico, per effettuare l'analisi delle SPAC e delle IPO, è stato creato un database contenente le informazioni relative alle operazioni di de-SPAC e di IPO avvenute sul mercato americano, estrapolate da diverse fonti autorevoli. Successivamente, il database è stato filtrato e selezionato in modo da includere solo le SPAC e le IPO per le quali erano disponibili dati ESG.

Il processo di selezione è stato condotto in modo sistematico, utilizzando specifici criteri di inclusione e di esclusione basati sulle fonti dei dati ESG e sulla qualità delle informazioni disponibili. In particolare, sono stati esclusi i dati provenienti da fonti non affidabili o di dubbia provenienza, così come le operazioni di de-SPAC e IPO per le quali i dati ESG non erano disponibili o erano incompleti.

L'utilizzo di un database Excel ha permesso di organizzare e gestire efficacemente i dati delle SPAC e delle IPO selezionate, rendendo possibile l'analisi delle relazioni tra i punteggi ESG e i rendimenti azionari delle aziende target delle SPAC.

Successivamente, si sono definite le tre variabili principali che hanno guidato l'organizzazione del database utilizzato per l'analisi delle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC. Queste variabili sono state selezionate sulla base della loro rilevanza e della loro capacità di fornire informazioni significative per l'analisi. In particolare, le tre variabili principali identificate sono l'area geografica, il punteggio ESG delle aziende target delle SPAC e le relative performance finanziarie a 12 mesi.

La prima variabile considerata per l'analisi delle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC è l'area geografica, variabile considerata fondamentale per la selezione delle de-SPAC e delle IPO da analizzare.

Si è deciso di concentrarsi sul mercato americano per diverse ragioni di natura economica, finanziaria e regolamentare. Nello specifico, questo è considerato uno dei più importanti per quanto riguarda le SPAC e le loro performance finanziarie. Ciò significa che l'analisi dell'impatto dei rating ESG sulle performance delle de-SPAC negli Stati Uniti può fornire un quadro completo e significativo sulle tendenze e le relazioni tra questi due fattori.

In secondo luogo, gli Stati Uniti sono il mercato leader per le SPAC in termini di capitalizzazione di mercato e attività di fundraising. Questo implica che il mercato americano offre un'ampia varietà di SPAC in diversi settori e con diverse dimensioni. Ciò fornisce una base di dati più ampia e varia per condurre analisi approfondite sulle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC.

In terzo luogo, gli investitori americani hanno dimostrato un forte interesse per le questioni ESG, e i rating ESG sono diventati sempre più importanti nella valutazione delle opportunità di investimento. Ciò comporta che i rating ESG possono influenzare le decisioni di investimento e le performance delle aziende negli Stati Uniti in modo significativo. Pertanto, analizzare l'impatto dei rating ESG sulle performance delle de-SPAC negli Stati Uniti può fornire importanti informazioni sui trend di investimento e sulle opportunità di mercato.

In quarto luogo, il governo degli Stati Uniti sta attualmente promuovendo politiche ESG più stringenti e trasparenti per le aziende e gli investitori. Ad esempio, il governo Biden ha recentemente introdotto nuove regolamentazioni per aumentare la trasparenza ESG nelle attività di investimento. Ciò significa che le aziende americane stanno diventando sempre più incentivate a migliorare le loro performance in termini di ESG e a fornire informazioni ESG più dettagliate e accurate. Ciò può avere un impatto positivo sulle performance delle de-SPAC e può rendere l'analisi delle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC negli Stati Uniti particolarmente rilevante.

Infine, il mercato finanziario americano è caratterizzato da una cultura finanziaria e un'infrastruttura altamente sviluppate. Ciò significa che ci sono maggiori probabilità di raccogliere e analizzare dati finanziari accurati e affidabili, il che è essenziale per una valutazione accurata delle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC. Inoltre, la cultura finanziaria americana è incentrata sulle performance finanziarie e la massimizzazione del valore per gli azionisti, il che rende l'analisi delle relazioni tra ESG rating e performance delle de-SPAC particolarmente importante in questo contesto.

La seconda variabile selezionata per l'analisi delle relazioni tra performance delle de-SPAC e sostenibilità è stata il rating ESG, sia delle de-SPAC che delle IPO.

Il rating ESG è una misura della performance di un'azienda in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance, e quindi il suo utilizzo nell'analisi delle performance delle de-SPAC è giustificato per diverse ragioni.

In primo luogo, il rating ESG è diventato sempre più importante nell'ambito degli investimenti, poiché gli investitori sono sempre più interessati a investire in aziende che dimostrano di gestire efficacemente le questioni ESG. Ciò significa che le aziende che hanno ottenuto un rating ESG elevato possono attirare maggiori investimenti e quindi ottenere performance finanziarie migliori.

In secondo luogo, il rating ESG può fornire informazioni utili sulla gestione dei rischi ESG da parte delle aziende, il che può influenzare le loro performance finanziarie. Ad esempio, le aziende che gestiscono efficacemente i rischi ambientali possono ridurre i costi associati alle sanzioni ambientali o ai danni ambientali, migliorando la loro posizione finanziaria.

In terzo luogo, le performance ESG possono avere un impatto sulla reputazione delle aziende e quindi sul loro valore di mercato. Le aziende che hanno una buona reputazione in termini di sostenibilità sono considerate più attraenti dai consumatori e dagli investitori, il che può tradursi in un valore di mercato più elevato.

Infine, il rating ESG può fornire informazioni utili sulla capacità di un'azienda di adattarsi alle nuove normative ESG, che sono sempre più stringenti.

Infine, , l'analisi delle relazioni tra le performance delle de-SPAC e l'ESG ha preso in considerazione come ultima variabile la performance finanziaria delle società quotate tramite IPO tradizionale e quelle quotate attraverso SPAC merger. La performance finanziaria si riferisce al rendimento dei prezzi delle azioni, calcolato su base giornaliera, e valutato in un periodo di 12 mesi.

L'utilizzo della performance finanziaria delle azioni come variabile nell'analisi delle relazioni tra performance delle de-SPAC e ESG si basa sulla sua rilevanza per gli investitori e la sua capacità di influenzare le decisioni di investimento e le performance delle aziende.

In particolare, la performance finanziaria delle azioni può fornire un'indicazione diretta della reazione degli investitori alle politiche e alle performance ESG delle aziende. Gli investitori tendono a premiare le aziende che dimostrano di gestire efficacemente le



rappresentazione adeguata delle società coinvolte nelle SPAC e nelle IPO. La raccolta dei dati sulle SPAC si è dimostrata particolarmente ardua, richiedendo un esame approfondito di numerose risorse.

Per generare un dataset di De-SPAC il più vasto possibile, con l'obiettivo di identificare un elevato numero di società caratterizzate dalla presenza di fattori ESG, sono stati esaminati e consolidati quattro dataset distinti, ognuno dei quali proveniente da diverse sezioni dei terminali di Stock Market MBA<sup>60</sup>, SPAC Analytic<sup>61</sup>s e SPAC Track<sup>62</sup>:

- (I) “List of all SPAC Units<sup>63</sup>”: questo dataset comprendeva società che non avevano ancora completato il processo di fusione. È stato necessario verificare e aggiornare eventuali informazioni obsolete riguardanti SPAC già fuse ma non ancora registrate come tali nel dataset.
- (II) “List of pending SPAC mergers<sup>64</sup>”: questo dataset è stato sottoposto allo stesso processo di verifica e aggiornamento del precedente, al fine di garantire la massima accuratezza delle informazioni.
- (III) “List of Companies That Have Merged With A SPAC<sup>65</sup>”: questo dataset è stato analizzato per identificare ulteriori società che avevano già completato il processo di fusione con una SPAC.
- (IV) “De-SPAC Screener<sup>66</sup>” di SPAC Track: questa risorsa è stata consultata per integrare ulteriormente i dati su società già fuse con SPAC.

Nel caso delle società che hanno effettuato IPO tradizionali, i dati sono stati raccolti dal portale Stock Analysis<sup>67</sup>. Tuttavia, è stato necessario un approccio analitico meticoloso, poiché molte delle società elencate erano in realtà SPAC in attesa di fondersi con società target, rendendole non pertinenti ai fini dell'analisi in corso.

Tutte le società incluse nel dataset sono state selezionate nel periodo compreso tra il 2017 e il 2022, un intervallo temporale scelto per diverse ragioni strategiche e analitiche:

---

<sup>60</sup> <https://stockmarketmba.com/index.php>

<sup>61</sup> <https://www.spacanalytics.com>

<sup>62</sup> <https://spackrack.io>

<sup>63</sup> Recuperato da <https://stockmarketmba.com/listofspacswithoutpendingmerger.php>

<sup>64</sup> Recuperato da <https://stockmarketmba.com/pendingpacmergers.php>

<sup>65</sup> Recuperato da <https://stockmarketmba.com/listofcompaniesthathavemergedwithaspac.php>

<sup>66</sup> Recuperato da <https://spackrack.io/despacs/>

<sup>67</sup> Recuperato da <https://stockanalysis.com/ipos/>



- (I) Aumento delle IPO e De-SPAC: l'incremento significativo del numero di IPO e De-SPAC negli ultimi anni ha permesso di ottenere un campione di dati più ampio e rappresentativo delle recenti dinamiche di mercato.
- (II) Crescita dell'importanza degli ESG factor: l'analisi si è concentrata su questo periodo per esaminare l'impatto dei fattori ESG sulla performance azionaria, in un contesto di crescente interesse da parte degli investitori.
- (III) Cambiamenti normativi e di mercato: tra il 2017 e il 2022, il mercato ha assistito a notevoli cambiamenti normativi e di mercato che hanno influenzato le IPO e le De-SPAC, come l'introduzione di nuove regolamentazioni ESG e l'aumento degli investimenti ESG.
- (IV) Maggiore accessibilità dei dati: la disponibilità di dati ESG più accurati e completi è stata resa possibile grazie alla progressiva adozione di standard di reporting più uniformi e all'emergere di risorse di dati specializzate. L'analisi del periodo 2017-2022 consente, quindi, di sfruttare queste fonti di dati più affidabili e accessibili.
- (V) Rilevanza temporale: l'indagine di un periodo recente assicura la pertinenza dei risultati ottenuti per gli investitori e i responsabili delle decisioni, poiché gli sviluppi nel campo degli ESG factor, delle IPO e delle De-SPAC sono dinamici e in continua evoluzione. L'analisi di questo intervallo temporale fornisce insight più adeguati alle attuali condizioni di mercato.

Alla luce di queste considerazioni, l'esame delle De-SPAC e delle IPO tra il 2017 e il 2022 offre una prospettiva analitica più sofisticata e aggiornata sul rapporto tra gli ESG factor e la performance azionaria dei titoli. L'analisi di questo periodo specifico consente di acquisire una comprensione più approfondita dell'impatto di tali fattori sul mercato, fornendo informazioni preziose per gli investitori e i responsabili delle decisioni nel contesto delle condizioni di mercato attuali e in rapida evoluzione.

### **3.4 – Metodologia**

Questa sottosezione si propone di esaminare in maniera approfondita e analitica la metodologia impiegata per comporre i campioni che costituiscono il fondamento dell'analisi quantitativa effettuata. Dopo aver raccolto i dati relativi alle società quotate tramite fusioni inverse e un numero corrispondente di IPO tradizionali, l'intento era di generare campioni il più possibile omogenei in termini di anno di quotazione, capitalizzazione di mercato e numero di operazioni tra i due gruppi IPO e De-SPAC. Tali

dati sono stati successivamente depurati e organizzati tenendo conto della disponibilità di informazioni ESG.

La modalità di costruzione del campione è basata sulla logica di confronto tra SPAC e IPO, e pertanto per ogni SPAC selezionata è stata scelta una IPO che presentasse caratteristiche finanziarie simili. Tale decisione metodologica risulta necessaria in quanto, nel caso in cui il modello venga stimato solo sulle SPAC, non sarebbe possibile comprendere se il risultato ottenuto sia specifico delle SPAC o valido in generale per tutte le tipologie di asset class disponibili sul mercato. La scelta di "peers" è ricaduta sulle IPO di titoli azionari in quanto presentano la maggiore similarità rispetto alle SPAC tra le asset class disponibili sul mercato.

Condurre un'analisi econometrica al fine di esplorare il ruolo dei rating ESG nella performance dei titoli delle SPAC, suddividendo le società De-SPAC con dati ESG in due insiemi statistici separati, ovvero quelli con rating ESG e quelli senza, comporta una serie di difficoltà e potenziali fonti di errore.

Una delle principali sfide è l'arbitrarietà del campionamento, in quanto la scelta di dividere le società De-SPAC con dati ESG in due gruppi distinti potrebbe portare a un campionamento arbitrario. Questa divisione potrebbe generare insiemi asimmetrici, con una distribuzione di società che non rappresenta accuratamente la popolazione De-SPAC nel suo insieme.

Un'altra preoccupazione è l'effetto soglia, che deriva dalla creazione di due campioni distinti sulla base della presenza o assenza di rating ESG. Ciò implica che le società con rating ESG appena al di sopra o al di sotto di un determinato valore potrebbero essere classificate in maniera differente, nonostante le differenze sostanziali tra di loro siano minime. Questo effetto potrebbe portare a stime imprecise dell'impatto dei rating ESG sulla performance dei titoli.

Inoltre, la suddivisione delle società De-SPAC in campioni ESG e non ESG potrebbe portare all'omissione di variabili rilevanti che influenzano sia i rating ESG sia la performance dei titoli. Ad esempio, fattori come la dimensione dell'azienda, il settore di appartenenza e la struttura finanziaria potrebbero avere un impatto significativo sulla performance dei titoli. Ignorare tali variabili potrebbe portare a conclusioni errate riguardo all'effetto dei rating ESG sulla performance dei titoli.

In aggiunta, dividendo le società De-SPAC in due campioni distinti, si potrebbe incorrere in problemi di endogeneità a causa di variabili non osservate o simultaneità. Ciò potrebbe portare a correlazioni spurie tra le variabili di interesse e rendere difficile stabilire relazioni causali.

Infine, la suddivisione delle società De-SPAC in due campioni distinti potrebbe introdurre problemi di selezione, poiché le società con rating ESG potrebbero essere sistematicamente diverse da quelle senza rating ESG. Gli effetti di selezione potrebbero portare a stime distorte dell'impatto dei rating ESG sulla performance dei titoli.

In sintesi, l'analisi econometrica che esamina il ruolo dei rating ESG nella performance dei titoli delle SPAC attraverso la suddivisione delle società De-SPAC con dati ESG in due campioni statistici distinti presenta numerose difficoltà e potenziali errori. Tali problemi includono campionamento arbitrario, effetto soglia, omissione di variabili rilevanti, endogeneità ed effetti di selezione. Pertanto, è fondamentale prendere in considerazione questi fattori e cercare di mitigarne gli effetti per ottenere risultati accurati e affidabili nel contesto delle analisi econometriche sul ruolo dei rating ESG nella performance dei titoli delle SPAC.

Un considerevole numero di società è stato escluso dall'analisi a causa dell'assenza di dati inerenti al rating ESG nel loro anno di quotazione, indipendentemente dal fatto che fossero De-SPAC o IPO tradizionali. In questo ambito, sono emerse numerose difficoltà precedentemente menzionate nella Literature Review riguardo all'ottenimento di dati ESG per i singoli titoli, come ad esempio nel paper di Zhang intitolato "SPACs", dove l'autore sostiene di non poter procedere con un'analisi simile a causa della carenza di dati ESG.

A seguito dell'esame di oltre 400 transazioni De-SPAC nel mercato americano e circa 500 operazioni di IPO, sono stati selezionati soltanto quei titoli dotati di rating ESG, risultando in due campioni distinti: il primo composto da 113 società quotate attraverso fusioni inverse De-SPAC, tutte provviste di dati ESG aggiornato alla data di quotazione, e il secondo da 100 società quotate mediante IPO tradizionale, anch'esse con rating ESG. È fondamentale evidenziare che il campione delle IPO tradizionali risulta leggermente inferiore rispetto a quello delle De-SPAC, poiché sono state scelte unicamente IPO con rating ESG e caratteristiche simili alle operazioni di De-SPAC in termini di anno di quotazione, capitalizzazione di mercato e dimensioni aziendali, valutate sulla base del numero di dipendenti.

Procedendo con l'analisi, è essenziale delineare le fonti utilizzate per l'acquisizione dei rating ESG e fornire un quadro chiaro e approfondito delle metodologie e dei criteri adottati per la loro formulazione, al fine di offrire al lettore una solida base per comprendere e valutare i risultati ottenuti.

Nell'ambito dell'indagine condotta in questo lavoro di ricerca, la principale fonte di riferimento impiegata per l'ottenimento dei rating ESG, sia per le società quotate attraverso operazioni di fusione inversa De-SPAC che per quelle che hanno optato per la quotazione tramite IPO tradizionale, risiede nel terminale di Morningstar Sustainalytics. Questa sofisticata piattaforma si posiziona all'avanguardia del settore a livello mondiale in termini di fornitura di soluzioni di ricerca e dati ESG rivolte agli investitori e alle istituzioni finanziarie.

Morningstar Sustainalytics mette a disposizione un ampio spettro di strumenti e servizi progettati per consentire agli utenti di valutare e monitorare accuratamente la performance ESG delle società, con l'intento di fornire un supporto fondamentale nelle decisioni di investimento caratterizzate da un approccio responsabile e sostenibile. Grazie all'adozione di una metodologia rigorosa e all'applicazione di un'analisi olistica nell'esame dei fattori ESG, Morningstar Sustainalytics si afferma come uno strumento di riferimento insostituibile per l'analisi dei rating ESG al momento della quotazione delle società quotate con De-SPAC e IPO tradizionale, garantendo un grado di complessità e accuratezza elevato nella valutazione delle informazioni raccolte.

È proprio grazie all'utilizzo del terminale Morningstar Sustainalytics che è stato possibile effettuare un'analisi per valutare se la sostenibilità abbia un ruolo nelle performance azionarie dei titoli delle società, superando gli ostacoli che avevano limitato le analisi precedenti. Il terminale ha consentito di realizzare ciò che lo studioso Zhang si augurava nel suo paper: l'innovazione tecnologica ha reso possibile reperire i rating ESG di queste società, permettendo di sviluppare un'analisi approfondita e significativa sul ruolo della sostenibilità nelle performance azionarie delle società quotate con De-SPAC e IPO tradizionale.

Ci sono diverse ragioni per cui Sustainalytics è preferibile in questo contesto, in primo luogo la metodologia coerente.

La metodologia adottata per la valutazione dei rating ESG rappresenta un fattore cruciale che contribuisce alla sua superiorità rispetto ad altre piattaforme. La metodologia uniforme e strutturata permette di ottenere risultati comparabili e affidabili, consentendo di condurre analisi approfondite e di trarre conclusioni valide riguardo all'impatto dei fattori ESG sulla performance dei titoli.

Nello specifico, una delle principali caratteristiche della metodologia coerente di Morningstar Sustainalytics è l'approccio olistico adottato nella valutazione ESG. Tale approccio prende in considerazione sia gli aspetti ambientali, sociali e di governance che influenzano la performance aziendale, fornendo una visione completa dell'impegno ESG di una società e permettendo una migliore comprensione di come questi fattori interagiscano tra loro e influenzino la performance del titolo. Inoltre, la metodologia tiene conto delle specificità settoriali, assegnando un peso diverso ai diversi fattori ESG a seconda del settore di appartenenza della società, consentendo di valutare in modo più accurato l'impatto dei fattori ESG sulla performance dei titoli e tenendo conto delle diverse sfide e opportunità che caratterizzano i vari settori.

Morningstar Sustainalytics identifica e valuta i fattori ESG materiali per ogni società, ovvero quei fattori che hanno un impatto significativo sulla performance finanziaria e sul valore aziendale. Questa focalizzazione sulla materialità garantisce che l'analisi si concentri sugli aspetti ESG più rilevanti e riduce il rischio di distorsioni dovute alla considerazione di fattori non pertinenti. La metodologia si basa inoltre su standard di reporting ESG riconosciuti a livello internazionale, come le linee guida GRI (Global Reporting Initiative) e le raccomandazioni del TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures), assicurando che i rating ESG siano basati su informazioni comparabili e affidabili e facilitando l'analisi e la comparazione tra diverse società e titoli.

Infine, la metodologia di Morningstar Sustainalytics combina l'analisi qualitativa e quantitativa per valutare i fattori ESG, permettendo di tenere conto sia dei dati numerici relativi alla performance ESG delle società, sia degli aspetti qualitativi, come le politiche, le strategie e la gestione dei rischi ESG. Questo approccio bilanciato offre una visione più completa e accurata dell'impegno ESG delle società e del loro impatto sulla performance dei titoli.

In conclusione, a seguito di queste serie di motivazioni e considerazioni, ho optato per l'utilizzo dei dati ottenuti dalla suddetta piattaforma, al fine di garantire la massima affidabilità e coerenza nell'ambito dell'analisi condotta.

## Magnolia Oil & Gas Corp.

Industry Group: Oil &amp; Gas Producers

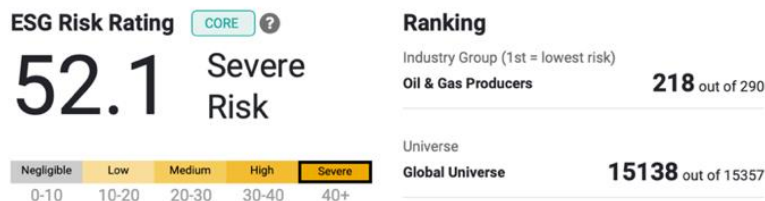
Country/Region: United States of America

Identifier: NYS:MGY

Magnolia Oil & Gas Corp is an independent oil and natural gas company engaged in the acquisition, development, exploration, and production of oil, natural gas, and natural gas liquid (NGL) reserves. The Company's oil and natural gas properties are located in Karnes County and the Giddings area in South Texas, where the Company targets the Eagle Ford Shale and Austin Chalk formations. Its objective is to generate stock market value over the long term through consistent organic production growth, high full-cycle operating margins, and an efficient capital program with short economic paybacks. The company's operating segment is acquisition, development, exploration, and production of oil and natural gas properties located in the United States.

- Show Less

Full time employees: 213



**Figura 3.1:** “Esempio di rating ESG di una società”.

Fonte dei dati: <https://www.sustainalytics.com>

In questa sezione verrà esposta la metodologia utilizzata dal terminale di Sustainalytics per determinare l'ESG Risk Rating di una società. La metodologia si basa su un approccio sistematico e trasparente, che combina la valutazione dei rischi materiali ESG e l'analisi della gestione del rischio da parte delle aziende. Nel corso di questa analisi, verranno esaminati i diversi passaggi e componenti della metodologia di Sustainalytics, offrendo una panoramica completa del processo che porta alla determinazione del valore univoco rappresentativo dell'ESG Risk Rating di una società.

Questa metodologia segue un processo complesso e si articola nei seguenti passaggi:

In primo luogo, la metodologia inizia con un'identificazione delle questioni rilevanti per l'azienda presa in analisi nei tre blocchi di costituzione dei rating: governo societario, questioni ESG sostanziali e problemi idiosincratici. Questa è una fase cruciale dell'analisi della performance ESG di un'azienda. Ogni blocco di costituzione dei rating si concentra su specifiche sfaccettature che possono influenzare la performance ESG dell'organizzazione in questione.

Nello specifico, il primo blocco, il governo societario, riguarda le pratiche e le politiche di gestione aziendale che possono incidere direttamente sulla performance ESG di un'azienda. Le questioni rilevanti in questo contesto abbracciano una vasta gamma di aspetti, come la struttura del consiglio di amministrazione, la remunerazione degli amministratori, i diritti degli azionisti e le politiche di responsabilità sociale d'impresa.

Il secondo blocco fa riferimento agli impatti che sono strettamente legati al settore di appartenenza dell'azienda e che possono avere un impatto significativo sulla sua performance ESG. Le questioni variano a seconda del settore specifico dell'organizzazione; ad esempio, un'azienda nel settore energetico potrebbe affrontare sfide legate alle emissioni di gas serra, mentre un'azienda nel settore manifatturiero potrebbe dover gestire problemi relativi alle condizioni lavorative e alla sicurezza dei dipendenti.

Nel terzo blocco sono comprese le questioni specifiche dell'azienda che non sono necessariamente collegate al settore di appartenenza. Queste questioni possono riguardare eventi o circostanze uniche che influiscono sulla performance ESG dell'azienda, come controversie legali, scandali etici o problemi di reputazione.

In secondo luogo, una volta identificate e valutate le questioni rilevanti in ciascuno dei tre blocchi, la metodologia procede valutando l'esposizione dell'azienda ai rischi ESG e le sue iniziative di gestione del rischio. Nello specifico, la dimensione della valutazione considera due aspetti: esposizione e gestione.

La valutazione dell'ESG Risk Rating considera due dimensioni: l'Esposizione e la Gestione. La dimensione dell'esposizione misura i fattori ESG che potrebbero rappresentare un rischio economico per le aziende. Tale esposizione può essere vista come la sensibilità o la vulnerabilità dell'azienda ai rischi ESG. La valutazione dell'esposizione al rischio ESG inizia a livello di sottosettore, considerando le società che operano in settori con prodotti e modelli di business simili. Successivamente, l'esposizione viene valutata a livello aziendale tramite il Beta Assessment, che riflette la differenza tra l'esposizione di un'azienda a un problema ESG materiale e l'esposizione media del suo sottosettore. Inoltre, i fattori di rischio gestibili (MRF) rappresentano la quota di esposizione a un problema ESG materiale che un'azienda può gestire.

La dimensione della Gestione, invece, valuta gli impegni, le azioni e i risultati delle aziende per determinare l'efficacia con cui affrontano i rischi ESG a cui sono esposte. Tale valutazione si basa su una serie di indicatori di gestione, performance quantitativa ed eventi, selezionati e ponderati per fornire un segnale forte riguardo alla capacità di un'azienda di gestire un problema ESG. Gli indicatori ESG e quelli di eventi offrono un modo sistematico e coerente per valutare le prestazioni delle aziende in base a criteri standardizzati.

Questa architettura bidimensionale sottolinea l'importanza di considerare l'interazione tra i tre elementi costitutivi del calcolo del punteggio ESG. Ad esempio, una

buona corporata governance può influenzare positivamente la gestione, riducendo l'esposizione di un'azienda ai rischi ESG e migliorando il suo profilo di rischio. Allo stesso modo, affrontare efficacemente le questioni ESG materiali e idiosincratice può ridurre l'esposizione complessiva di un'azienda ai rischi ESG e migliorare il suo punteggio di governance.

Infine, l'ultimo passaggio consiste nel calcolare il rischio non gestito combinando l'esposizione e la gestione del rischio. In altre parole, ci si riferisce alla valutazione della capacità di un'azienda di affrontare i rischi ESG identificati. Il rischio non gestito è una misura di quanto un'azienda non sia riuscita ad affrontare i rischi ESG materiali.

L'esposizione al rischio è la misura di quanto un'azienda sia soggetta a specifici rischi ESG, considerando il suo settore di appartenenza, la sua posizione geografica e altre circostanze rilevanti. Più un'azienda è esposta a un determinato rischio, maggiore è la probabilità che tale rischio abbia un impatto negativo sulla sua performance.

La gestione del rischio riguarda la capacità di un'azienda di affrontare e mitigare i rischi ESG a cui è esposta. Le aziende possono implementare politiche, procedure e iniziative per gestire efficacemente i rischi ESG. Un punteggio di gestione del rischio elevato indica che un'azienda è proattiva e responsabile nel trattare i rischi ESG.

Il rischio non gestito viene calcolato considerando la differenza tra l'esposizione al rischio e la capacità dell'azienda di gestire tale rischio. In sostanza, si tratta di una misura dei rischi ESG che rimangono non affrontati o non mitigati dall'azienda, nonostante le sue iniziative di gestione del rischio.

Per calcolare il rischio non gestito, si combinano i punteggi di esposizione e gestione del rischio per ogni problema ESG rilevante. Se un'azienda ha un'elevata esposizione a un determinato rischio ma una bassa capacità di gestione, il rischio non gestito sarà alto. Al contrario, se un'azienda ha un'elevata capacità di gestione del rischio, il rischio non gestito sarà inferiore.

Una volta calcolati i rischi non gestiti per ogni problema ESG rilevante, si sommano per ottenere il rischio complessivo non gestito dell'azienda. Questo valore viene poi normalizzato su una scala (ad esempio, da 0 a 100) per determinare il punteggio finale del rating ESG dell'organizzazione.



### 3.5 – Selezione delle variabili statistiche

In primo luogo, viene presentata la metodologia adottata per verificare l'esistenza della relazione tra ESG score e rendimento azionario a 12 mesi. Per effettuare questa verifica è stata adoperata una regressione lineare classica, che viene stimata con il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS). All'interno di questa regressione vengono incluse come variabili indipendenti, oltre alla variabile relativa all'ESG score, anche una serie di variabili addizionali, denominate di controllo. In particolar modo tali variabili hanno l'obiettivo di stabilizzare il modello, evitando la situazione per cui si registri una relazione statistica spuria tra il rendimento azionario e l'ESG score, dovuta non dall'effettiva presenza di tale relazione ma dal fatto che sono state omesse variabili che possono risultare determinanti nella stima del modello complessivo.

La variabile dipendente del modello rappresenta il rendimento azionario della società dal momento dell'acquisizione (nel caso della SPAC) e della quotazione (nel caso della generica IPO). L'orizzonte temporale selezionato è pari a 12 mesi, in quanto si ritiene, a priori, un periodo temporale sufficientemente lungo per vedere i primi risultati dell'operazione finanziaria in esame; inoltre, si è deciso di selezionare 12 mesi in quanto un orizzonte temporale più lungo avrebbe determinato una riduzione delle SPAC esaminabili (ad esempio tutte le osservazioni relative all'anno 2021 sarebbero state eliminate nel caso si fossero utilizzati rendimenti azionari fino a 24 mesi). In sostanza, il calcolo del rendimento viene effettuato prendendo il prezzo al momento dell'acquisizione e confrontato rispetto al prezzo del medesimo asset 12 mesi di calendario successivi.

Si evidenzia infine che, siccome la variabile dipendente rappresenta rendimenti azionari, ci si attende la necessità di applicare gli errori standard robusti al modello di regressione: infatti uno delle più note evidenze empiriche nell'econometria finanziaria è il cosiddetto “volatility clustering”, che quindi determina una problematica di potenziale eteroschedasticità nei residui della regressione, con relative problematiche di inferenza nel calcolo del t-test. Tale aspetto verrà quindi approfondito nello sviluppo del modello.

La variabile indipendente selezionata è l'ESG Score più recente osservato al termine dei 12 mesi. Tale variabile permette quindi di verificare se i criteri di sostenibilità (ambientale, sociale, governance), che attualmente vengono tenuti in considerazione dagli

asset manager per orientare le proprie decisioni di investimento, hanno effettivamente impatto anche per le SPAC nei 12 mesi successivi all'operazione.

L'eventuale correlazione positiva e statisticamente significativa tra ESG Score e rendimento azionario permetterebbe di confermare che un criterio per selezionare l'azienda target da acquisire è appunto il livello di ESG Score: infatti, data una correlazione positiva, ad elevati livelli di ESG Score corrisponderebbero rendimenti azionari più elevati.

Siccome all'interno del campione sono state incluse sia le SPAC che IPO, la sola variabile ESG Score non permetterebbe di esaminare l'effettiva presenza di correlazione tra SPAC e rendimento azionario, ma consentirebbe di esaminare l'eventuale legame tra ESG Score di SPAC e IPO assieme rispetto al rendimento azionario: per questo motivo è pianificato l'inserimento di una variabile di interazione (che risulta pari al prodotto tra una variabile binaria che si attiva se l'osservazione è associata ad una SPAC e l'ESG Score di riferimento), che permette di intercettare l'eventuale correlazione differente tra ESG Score e rendimento azionario per le osservazioni relative a SPAC rispetto a IPO.

Le variabili di controllo selezionate per l'analisi si articolano su due distinti ambiti: da un lato, si è scelto di includere una serie di fattori che contribuiscono a spiegare le dinamiche di mercato, al fine di tenere conto delle tendenze e delle forze macroeconomiche che influenzano il comportamento dei titoli azionari; dall'altro lato, si è optato per l'integrazione di una serie di variabili specifiche degli asset in esame, poiché è plausibile che il rendimento azionario possa essere influenzato anche da fenomeni intrinsecamente legati alla natura dello strumento finanziario oggetto di studio. In tal modo, si garantisce un'analisi più completa ed esaustiva dei fattori che determinano il rendimento dei titoli considerati, tenendo conto sia delle condizioni di mercato sia delle peculiarità degli asset in esame.

Relativamente alle variabili di controllo di mercato sono stati selezionati i fattori di Fama e French: tali fattori sono noti in letteratura per spiegare nel suo complesso la dinamica del mercato ed evitare quindi che le relazioni statistiche rilevate siano guidate da fattori di mercato invece che da fattori addizionali al mercato stesso. I fattori messi a disposizione da Fama e French, che vengono rilasciati con cadenza mensile e che ammontano complessivamente a cinque, sono concepiti sulla base di specifici portafogli formati in funzione di precise determinanti. In dettaglio, i fattori in questione sono così definiti:

- Il fattore SMB (Small Minus Big) rappresenta la differenza tra il rendimento medio dei nove portafogli azionari caratterizzati da una capitalizzazione di mercato ridotta e il rendimento medio dei nove portafogli azionari con una capitalizzazione di mercato elevata.
- Il fattore HML (High Minus Low) corrisponde alla discrepanza tra il rendimento medio dei due portafogli focalizzati sul valore e il rendimento medio dei due portafogli incentrati sulla crescita.
- Il fattore RMW (Robust Minus Weak) esprime la distinzione tra il rendimento medio dei due portafogli che presentano una redditività operativa solida e il rendimento medio dei due portafogli con una redditività operativa fragile.
- Il fattore CMA (Conservative Minus Aggressive) indica la differenza tra il rendimento medio dei due portafogli orientati verso un investimento conservativo e il rendimento medio dei due portafogli diretti verso un investimento audace.
- Infine, il fattore  $R_m - R_f$ , che incarna l'extra rendimento sul mercato, si riferisce al rendimento ponderato in base al valore di tutte le società incluse nel database CRSP, costituite negli Stati Uniti e quotate su NYSE e AMEX, sottraendo il tasso dei buoni del tesoro a un mese.

I fattori di Fama e French selezionati per l'analisi sono stati calcolati utilizzando dati azionari provenienti dai mercati finanziari degli Stati Uniti. Questa scelta metodologica è stata adottata in quanto la maggior parte del portafoglio analizzato è costituita da SPAC quotate sui mercati americani. Pertanto, l'impiego di fattori strettamente correlati a tali mercati garantisce una rappresentazione più accurata ed efficace delle dinamiche che caratterizzano il comportamento dei titoli azionari delle SPAC negli Stati Uniti, permettendo di meglio cogliere i potenziali effetti dei fattori di Fama e French sulla performance dei titoli in esame.

L'orizzonte temporale relativo ai fattori proposti da Fama e French si rivela coerente con l'intervallo temporale scelto per la determinazione del rendimento azionario. Conseguentemente, per ciascuna osservazione, è possibile associare un insieme di fattori

di Fama e French, i quali sono calcolati su una serie di orizzonti temporali distinti e variabili.

Prima di proseguire nell'analisi, è opportuno considerare che, oltre ai fattori di Fama e French precedentemente esaminati, è essenziale valutare anche le variabili specifiche alle SPAC. Pertanto, l'indagine si focalizzerà ora sull'identificazione e l'analisi di tali variabili, al fine di ottenere una comprensione più approfondita delle dinamiche che caratterizzano questo particolare tipo di strumento finanziario.

- Capitalizzazione di mercato: tale variabile rappresenta l'ammontare monetario che la SPAC, in seguito all'acquisizione, mette a disposizione sul mercato. Rappresenta una variabile di dimensione della SPAC e ci si attende che possa avere un legame statistico con il rendimento azionario in quanto è possibile che SPAC di differenti dimensioni possano generare rendimenti più o meno materiali nell'arco dell'orizzonte temporale selezionato. Siccome tale variabile per definizione risulta strettamente positiva (infatti non ci si attende che la capitalizzazione di mercato di un asset sia pari a zero, altrimenti significherebbe che l'asset non sarebbe quotato), viene valutata l'applicazione della trasformazione logaritmica.
- Anno di riferimento: viene introdotta all'interno del modello una dummy categorica relativa agli anni in cui viene effettuata l'acquisizione da parte della SPAC. Tale variabile viene inserita per registrare, nel caso in cui non sia stato già in grado il fattore "extra-rendimento di mercato", quelle dinamiche di mercato tipiche di ogni anno: ad esempio, ci si attende che nell'anno 2020, fortemente affetto dalla pandemia Covid, si possano essere verificati dei rendimenti azionari in media maggiormente negativi rispetto agli altri anni e difficilmente spiegabili con fattori di mercato. Visto che gli anni di riferimento sono in totale 6 (dal 2016 al 2021) verranno inserite 5 variabili dummy categoriche relative agli anni selezionati.
- Mercato di riferimento: viene introdotta all'interno del modello una variabile che si riferisce al mercato di riferimento per la SPAC. Vista la preponderanza di operazioni nel mercato americano, anche per limitare la perdita di gradi di libertà,

è stata inserita una variabile binaria, che si attiva se l'operazione è relativa al mercato USA, altrimenti risulta pari a zero.

- SPAC: si valuta l'inserimento di una variabile binaria che si attivi nel caso l'osservazione in esame sia relativa ad una SPAC, mentre risulta pari a zero nel caso in cui ci si riferisca ad una IPO.

Nell'analisi dei dati raccolti, è importante sottolineare che il dataset è di tipo cross-sectional, organizzato in base alla data di acquisizione nel caso delle SPAC o alla data di quotazione nel caso delle IPO. In altre parole, le osservazioni nel dataset sono disposte in maniera tale da riflettere eventi specifici legati a ciascun titolo finanziario, assumendo una certa indipendenza sia nel tempo che tra i diversi soggetti coinvolti. Questa caratteristica del dataset, che implica l'assenza di una struttura temporale o di una correlazione sistematica tra le osservazioni, permette l'applicazione di una regressione lineare multipla classica. Attraverso tale metodologia, è possibile investigare le relazioni tra variabili indipendenti e dipendenti, esplorando gli effetti congiunti di diverse variabili esplicative sulle variabili di interesse. In sintesi, la natura cross-sectional del dataset consente un'analisi più diretta e semplificata delle relazioni tra le diverse variabili coinvolte, facilitando l'applicazione di una regressione lineare multipla classica.

### **3.6 – Analisi delle statistiche descrittive**

Nel prosieguo dell'analisi, verranno esaminate le statistiche descrittive delle variabili che si prevede di includere all'interno del modello econometrico. L'obiettivo di questo esame preliminare è quello di offrire una visione dettagliata e approfondita della struttura complessiva delle variabili coinvolte, nonché delle caratteristiche distintive del dataset selezionato.

Per raggiungere tale obiettivo, verranno presentati i principali indicatori descrittivi, quali media, mediana, deviazione standard, valori minimi e massimi, tra gli altri. Questi indicatori permettono di comprendere meglio la distribuzione delle singole variabili, individuando eventuali tendenze centrali, dispersioni e asimmetrie nei dati. Inoltre, l'analisi delle statistiche descrittive può rivelare la presenza di eventuali outlier o anomalie nei dati che potrebbero influenzare l'accuratezza dei risultati ottenuti dal modello econometrico.

	Mean	Median	S.D.	Min	Max
Dummy_SPAC	0.5283	1.000	0.5004	0.0000	1.000
ESG_Score	28.00	27.50	7.350	13.60	52.10
Dummy_USA	0.9104	1.000	0.2863	0.0000	1.000
RENDIMENTO	0.1466	-0.1540	1.223	-0.9244	9.235
MARKETCAP	2.182e+009	8.172e+008	3.806e+009	2.000e+005	3.022e+010
MktRF	7.868	7.360	19.58	-22.29	81.56
SMB	-1.082	-3.425	12.16	-19.37	53.78
HML	11.89	21.01	20.87	-42.11	41.17
CMA	10.63	11.36	8.659	-10.09	29.45
RMW	10.61	13.51	11.64	-11.73	28.74
Dummy_2016	0.004717	0.0000	0.06868	0.0000	1.000
Dummy_2017	0.02830	0.0000	0.1662	0.0000	1.000
Dummy_2018	0.06132	0.0000	0.2405	0.0000	1.000
Dummy_2019	0.1274	0.0000	0.3342	0.0000	1.000
Dummy_2020	0.2642	0.0000	0.4419	0.0000	1.000
Dummy_2021	0.5142	1.000	0.5010	0.0000	1.000

**Figura 3.2:** “Tabella delle Statistiche Descrittive”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

Dall'analisi dei dati emerge che circa il 50% delle osservazioni riguarda le SPAC (con una media della variabile dummy SPAC pari a 0.5283), il che suggerisce un equilibrio adeguato tra SPAC e IPO all'interno del campione. Inoltre, si osserva un incremento significativo del numero di osservazioni negli anni più recenti. In particolare, prendendo in considerazione le operazioni avvenute dopo il 2019, si constata che quasi l'80% del dataset è composto da osservazioni relative agli anni 2020 e 2021.

Questa tendenza può essere attribuita all'aumento delle operazioni SPAC negli ultimi anni, poiché tale strumento finanziario di acquisizione sta progressivamente guadagnando popolarità a livello internazionale. È importante sottolineare che, dato che le IPO sono state scelte in modo da corrispondere all'anno di realizzazione dell'acquisizione da parte della SPAC, esse non influenzano direttamente l'aumento delle osservazioni negli anni più recenti.

In altre parole, il bilanciamento tra SPAC e IPO nel campione e la crescente presenza di osservazioni negli anni più recenti testimoniano l'evoluzione del panorama finanziario, con le SPAC che stanno diventando uno strumento sempre più diffuso per le acquisizioni a livello internazionale. Questa dinamica temporale può offrire spunti interessanti per l'analisi dei modelli e delle tendenze che caratterizzano le SPAC e le IPO nel tempo, consentendo una comprensione più approfondita del loro impatto sul rendimento azionario e sulle dinamiche di mercato.

In riferimento all'origine geografica delle osservazioni, emerge che la maggior parte di esse è relativa ad operazioni che hanno avuto luogo negli Stati Uniti. La media della variabile dummy USA è pari a 0.9104, indicando che circa il 91% delle transazioni si è svolto sul territorio statunitense. Questa predominanza geografica è coerente con le caratteristiche del mercato delle SPAC, le quali sono più diffuse negli Stati Uniti rispetto ad altre regioni del mondo.

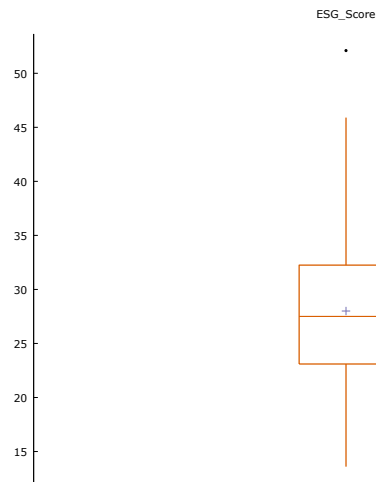
La prevalenza delle operazioni statunitensi nel campione analizzato giustifica ulteriormente la scelta di utilizzare i fattori di Fama e French calcolati specificamente per il mercato azionario americano. Questo approccio garantisce una maggiore compatibilità tra le variabili esplicative del modello econometrico e l'origine geografica delle osservazioni raccolte, contribuendo ad aumentare l'affidabilità e la validità delle stime e delle analisi condotte nell'ambito dello studio.

L'analisi delle statistiche descrittive fornisce l'opportunità di verificare la presenza di eventuali errori o anomalie all'interno del dataset raccolto. Una valutazione accurata delle caratteristiche delle variabili conferma che non sono presenti anomalie significative, come si evince dai seguenti punti:

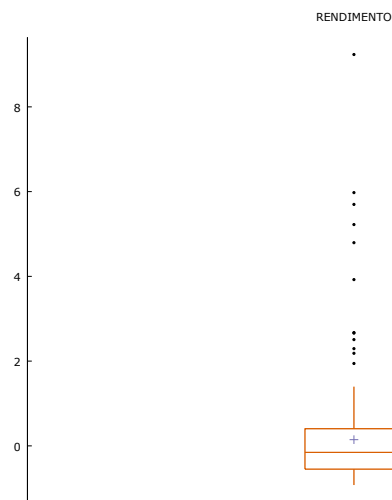
- Le variabili che dovrebbero essere strettamente positive, come ad esempio la capitalizzazione di mercato, presentano come previsto valori minimi superiori a zero, il che è coerente con le aspettative.
- La variabile relativa al rendimento non mostra valori inferiori al -100%, poiché un rendimento di tale entità implicherebbe il fallimento dell'impresa, mentre tutte le aziende selezionate risultano operative al momento dell'analisi.
- Le variabili associate ai fattori di Fama e French mostrano caratteristiche in linea con le aspettative teoriche e empiriche.
- La variabile ESG Score non presenta valori inferiori a 0 o superiori a 100, come previsto, dato che tale indicatore è costruito rispettando questi specifici limiti.
- Le variabili binarie, coerentemente con le aspettative, registrano valori minimi pari a 0 e valori massimi pari a 1.

Sulla base di queste osservazioni, è possibile confermare l'adeguatezza delle procedure adottate per la costruzione del campione utilizzato nell'analisi. A sostegno delle conclusioni tratte dall'esame delle statistiche descrittive, si possono anche presentare grafici illustrativi

delle distribuzioni delle variabili prese in considerazione, contribuendo a fornire una rappresentazione visiva più chiara delle loro caratteristiche e comportamenti all'interno del dataset.

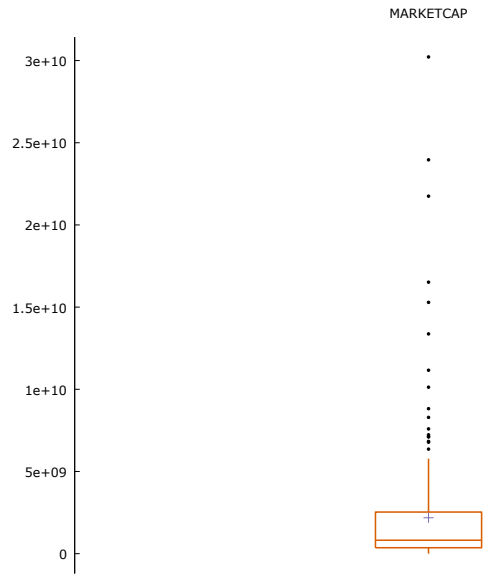


**Figura 3.3:** “Distribuzione dell'ESG Score per Titoli Azionari IPO e De-SPAC”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore



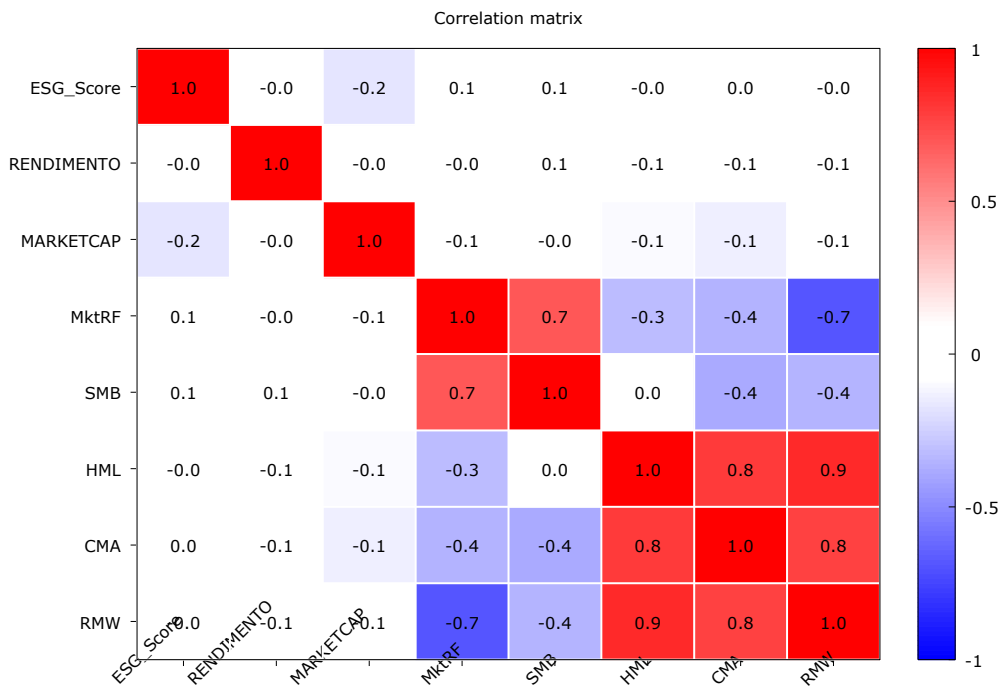
**Figura 3.4:** “Distribuzione del rendimento dei Titoli Azionari IPO e De-SPAC”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore





**Figura 3.5:** “Distribuzione del Market Cap di Titoli Azionari IPO e De-SPAC”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

In questa sezione vengono presentate alcune analisi preliminari riguardanti le potenziali relazioni tra le variabili coinvolte nell'indagine. In particolare, viene esaminata la matrice di correlazione tra le variabili continue del modello. È importante notare che la matrice di correlazione non è applicabile alle variabili binarie e, pertanto, non viene considerata in questo contesto.

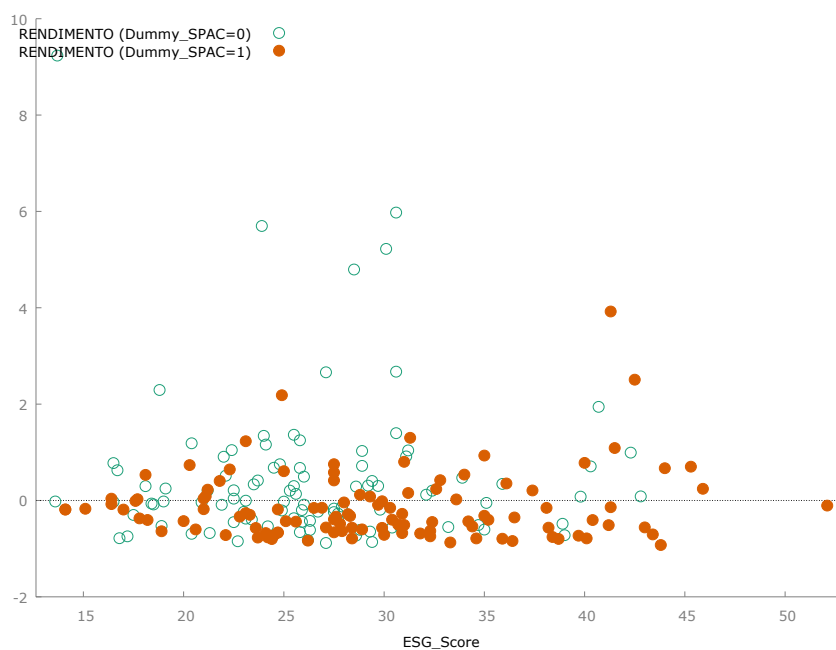


**Figura 3.6:** “Matrice di Correlazione tra le Variabili Continue del Modello”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

Inizialmente, si osserva una certa correlazione tra i fattori di Fama e French. Questa correlazione può essere attribuita al fatto che, per alcune osservazioni, tali variabili condividono una porzione di informazioni comuni. Ad esempio, se un'operazione viene effettuata a metà del 2016 e un'altra alla fine dello stesso anno, le variabili di Fama e French condivideranno metà del set informativo. Per affrontare questo problema di multicollinearità, verranno inserite nel modello una variabile appartenente al gruppo MktRF e SMB e un'altra variabile appartenente al gruppo delle altre tre variabili rimanenti. Inoltre, l'analisi preliminare non rivela correlazioni particolarmente significative tra le altre variabili indipendenti che si prevede di includere nel modello. Questo suggerisce che l'approccio metodologico adottato per selezionare e combinare le variabili indipendenti è solido e appropriato per l'indagine in corso.

### 3.7 – Relazioni bivariate tra le variabili ESG e rendimento

In questa sezione, vengono esaminate le analisi bivariate per indagare la natura della relazione statistica tra il punteggio ESG e il rendimento. Tali analisi sono stratificate in base alla variabile dummy SPAC, al fine di valutare se esista una correlazione grafica differente tra i due gruppi di variabili. Questo approccio consente di esplorare eventuali differenze nella relazione tra punteggio ESG e rendimento tra SPAC e IPO.



**Figura 3.7:** “Relazione tra Punteggio ESG e Rendimento: Confronto tra SPAC e IPO”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

L'analisi bivariata indica una potenziale correlazione quadratica tra il punteggio ESG e il rendimento, che necessiterà di ulteriori esplorazioni durante la fase di elaborazione del modello statistico. L'ipotesi di una relazione quadratica deriva dall'osservazione che i dati sembrano essere interpolati da una curva parabolica, suggerendo una connessione di secondo grado tra le due variabili. Tuttavia, questa relazione appare piuttosto tenue e potrebbe non essere statisticamente significativa. Dopo aver implementato e analizzato il modello, non sono stati rilevati problemi rilevanti associati a questa potenziale correlazione quadratica, il che implica che la sua influenza sul modello complessivo potrebbe essere trascurabile. Inoltre, si osserva una pendenza maggiore per il gruppo delle IPO rispetto al gruppo delle SPAC. Ciò potrebbe indicare che la relazione tra punteggio ESG e rendimento è più pronunciata per le IPO rispetto alle SPAC, suggerendo che il punteggio ESG possa avere un impatto diverso sul rendimento delle due tipologie di operazioni finanziarie. Per meglio comprendere la natura di queste relazioni e determinare se siano statisticamente significative, ulteriori analisi e modellazione dei dati saranno necessarie. Questo approccio approfondito e analitico contribuirà a garantire che si considerino tutte le informazioni rilevanti e si comprendano appieno le potenziali implicazioni dei risultati ottenuti.

### **3.8 – Selezione e affinamento del modello di regressione lineare attraverso analisi sistematiche**

Le analisi svolte per determinare il modello definitivo sono presentate di seguito, illustrando un approccio metodico e analitico per garantire una selezione accurata e ponderata del modello. Inizialmente, tutte le variabili proposte vengono incluse in un modello di regressione lineare classico. Questa fase preliminare permette di valutare il comportamento iniziale del modello e di identificare possibili anomalie o inefficienze.

Integrando tutte le variabili nel modello di regressione lineare, è possibile osservare come ciascuna variabile influisca sul rendimento e determinare se le relazioni tra le variabili siano coerenti con le aspettative teoriche. Inoltre, questa analisi consente di esaminare la significatività statistica delle variabili e di identificare eventuali problemi di multicollinearità che potrebbero compromettere l'accuratezza e la robustezza del modello.

Una volta completata questa fase iniziale di analisi, sarà possibile valutare se sia necessario apportare modifiche al modello, ad esempio eliminando o aggiungendo variabili, per migliorarne la precisione e l'adeguatezza nella previsione del rendimento. Attraverso un processo iterativo e sistematico di revisione e affinamento del modello, sarà possibile

arrivare a una versione finale che sia il più possibile accurata e rappresentativa dei dati e delle relazioni tra le variabili in esame.

```

Model 1: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO

      coefficient  std. error  t-ratio  p-value
-----
const      0.758148    1.42311    0.5327   0.5948
ESG_Score  -0.0105845    0.0123619  -0.8562   0.3929
l_MARKETCAP -0.0523574    0.0586998  -0.8920   0.3735
MktRF      -0.0292681    0.0118722  -2.465    0.0145 **
SMB         0.0389447    0.0199481   1.952    0.0523 *
HML        -0.0179651    0.0181359  -0.9906   0.3231
CMA         0.0444862    0.0291894   1.524    0.1291
RMW         0.0147817    0.0345442   0.4279   0.6692
Dummy_2016  1.72160      1.46729    1.173    0.2421
Dummy_2017  1.04055      0.791570   1.315    0.1902
Dummy_2018  0.834617     0.690637   1.208    0.2283
Dummy_2019  1.11756      0.765230   1.460    0.1458
Dummy_2020  0.893215     0.508809   1.756    0.0807 *
Dummy_USA   0.165506     0.304226   0.5440   0.5870

Mean dependent var  0.146563  S.D. dependent var  1.223169
Sum squared resid   296.0327  S.E. of regression  1.222749
R-squared            0.062256  Adjusted R-squared  0.000687
F(13, 198)          1.011160  P-value(F)          0.441912
Log-likelihood       -336.2067  Akaike criterion    700.4133
Schwarz criterion    747.4055  Hannan-Quinn        719.4065

Excluding the constant, p-value was highest for variable l1 (RMW)
    
```

**Figura 3.8:** “Risultati del Modello di Regressione Lineare OLS: Rendimento come Variabile Dipendente”.  
 Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

```

Variance Inflation Factors
Minimum possible value = 1.0
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

      ESG_Score    1.165
l_MARKETCAP      1.107
      MktRF        7.623
      HML          20.209
Dummy_2016       1.433
Dummy_2017       2.443
Dummy_2018       3.893
Dummy_2019       9.228
Dummy_2020       7.135
Dummy_USA        1.071
      SMB          8.309
      CMA          9.017
      RMW          22.815

VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2), where R(j) is the multiple correlation coefficient
between variable j and the other independent variables
    
```

**Figura 3.9:** “Fattori di Inflazione della Varianza (VIF): Valutazione della Multicollinearità”.  
 Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

In primo luogo, si osserva, come precedentemente sottolineato, la possibile presenza di multicollinearità tra i fattori di Fama e French, manifestata dal fatto che alcuni di questi fattori risultano statisticamente significativi, ma con segni opposti, un'indicazione

tipica della multicollinearità. Tale risultato è altresì confermato dall'analisi dell'indicatore Variance Inflation Factor (VIF), come riportato nella tabella precedente.

Di conseguenza, si decide di eliminare SMB, HML e RMW dal modello, poiché queste variabili, all'interno dei rispettivi gruppi informativi, presentano un livello di significatività inferiore rispetto alle altre. Questo approccio mira a ridurre la multicollinearità nel modello di regressione lineare, migliorando la robustezza e l'affidabilità delle stime dei parametri e delle relative inferenze statistiche.

```

Model 2: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO

      coefficient      std. error      t-ratio      p-value
-----
const          1.14747          1.35096          0.8494          0.3967
ESG_Score     -0.00658094          0.0122052        -0.5392          0.5904
1_MARKETCAP   -0.0575108           0.0587087        -0.9796          0.3285
MktRF         -0.0207179           0.00869060       -2.384           0.0181  **
HML           -7.60816e-05          0.0105098        -0.007239        0.9942
Dummy_2016    1.19839              1.32696           0.9031           0.3676
Dummy_2017    0.651501             0.653354           0.9972           0.3199
Dummy_2018    0.270985             0.549171           0.4934           0.6222
Dummy_2019    0.793878             0.701007           1.132            0.2588
Dummy_2020    1.00527              0.424219           2.370            0.0187  **
Dummy_USA     0.134648             0.304369           0.4424           0.6587

Mean dependent var    0.146563    S.D. dependent var    1.223169
Sum squared resid     301.7532    S.E. of regression     1.225259
R-squared              0.044136    Adjusted R-squared    -0.003420
F(10, 201)            0.928087    P-value (F)            0.508369
Log-likelihood        -338.2354    Akaike criterion       698.4708
Schwarz criterion     735.3933    Hannan-Quinn           713.3940

Excluding the constant, p-value was highest for variable 9 (HML)

```

**Figura 3.10:** “Risultati del Modello di Regressione Lineare OLS escludendo SMB, HML e RMW: Rendimento come Variabile Dipendente”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

In questa fase, è fondamentale esaminare l'eventuale presenza di eteroschedasticità nei residui del modello, considerando la tipica caratteristica di raggruppamento della volatilità nella variabile rendimento. Per eseguire questa verifica, si utilizza il White Test, che, a un livello di significatività del 10%, conferma effettivamente la presenza di eteroschedasticità nei residui.

Di conseguenza, è necessario implementare una correzione nella stima degli errori standard per tener conto dell'eteroschedasticità rilevata. A tal fine, si ricorre agli errori standard robusti, uno dei metodi disponibili in letteratura per affrontare questa problematica in un modello di regressione lineare. L'adozione di errori standard robusti consente di ottenere

stime più affidabili dei parametri e delle relative inferenze statistiche, tenendo conto delle eventuali incoerenze nella varianza dei residui.

```

White's test for heteroskedasticity (squares only)
OLS, using observations 1-212
Dependent variable: uhat^2

```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	-3.97425	35.4452	-0.1121	0.9108	
ESG_Score	-0.946740	0.383179	-2.471	0.0143	**
l_MARKETCAP	2.59953	3.53939	0.7345	0.4635	
MktRF	-0.143826	0.0493474	-2.915	0.0040	***
HML	0.00244865	0.0563059	0.04349	0.9654	
Dummy_2016	-0.112354	6.90132	-0.01628	0.9870	
Dummy_2017	1.46805	3.48570	0.4212	0.6741	
Dummy_2018	0.0144606	2.93500	0.004927	0.9961	
Dummy_2019	2.05414	3.72248	0.5518	0.5817	
Dummy_2020	2.98180	2.33024	1.280	0.2022	
Dummy_USA	0.833814	1.56199	0.5338	0.5941	
sq_ESG_Score	0.0142781	0.00637155	2.241	0.0261	**
sq_l_MARKETCAP	-0.0830937	0.0883947	-0.9400	0.3484	
sq_MktRF	0.00147468	0.00108462	1.360	0.1755	
sq_HML	0.000719860	0.00176320	0.4083	0.6835	

Unadjusted R-squared = 0.108964

Test statistic:  $TR^2 = 23.100444$ ,  
with p-value =  $P(\text{Chi-square}(14) > 23.100444) = 0.058655$

**Figura 3.11:** “Verifica dell'Eteroschedasticità nei Residui tramite White Test”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

La stima del modello viene quindi riportata considerando l'impiego degli errori standard robusti, al fine di ottenere risultati più accurati e affidabili. Dall'analisi dei risultati ottenuti, si può notare un leggero miglioramento nella significatività delle variabili in esame. In particolare:

- L'extra rendimento di mercato (Mkt-RF) risulta significativo al livello del 5%, presentando un coefficiente negativo. Questo suggerisce che, sia per le SPAC che per le IPO, la performance tende a diminuire all'aumento del rendimento del mercato.
- Tra le altre variabili significative si trovano le variabili temporali. In particolare, si osserva come tutte le variabili dummy, significative almeno al livello del 10%, presentano un coefficiente positivo. Ciò indica che, rispetto all'anno 2021, gli altri anni presi in considerazione mostrano rendimenti mediamente positivi.
- La variabile ESG Score, invece, non risulta statisticamente significativa (con un p-value pari al 39%). Questo evidenzia l'assenza di una correlazione lineare tra il

punteggio ESG e il rendimento delle aziende coinvolte nelle operazioni di SPAC e IPO.

In sintesi, l'analisi del modello con gli errori standard robusti fornisce una visione più dettagliata e precisa delle relazioni tra le variabili considerate e il rendimento, mettendo in luce alcuni aspetti chiave che possono influenzare la performance delle SPAC e delle IPO nel contesto temporale e di mercato analizzato.

```

Model 5: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO
Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HCl

```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	1.14747	1.69686	0.6762	0.4997
ESG_Score	-0.00658094	0.0164085	-0.4011	0.6888
l_MARKETCAP	-0.0575108	0.0684168	-0.8406	0.4016
MktRF	-0.0207179	0.00852742	-2.430	0.0160 **
HML	-7.60816e-05	0.00875474	-0.008690	0.9931
Dummy_2016	1.19839	0.443198	2.704	0.0074 ***
Dummy_2017	0.651501	0.391052	1.666	0.0973 *
Dummy_2018	0.270985	0.371096	0.7302	0.4661
Dummy_2019	0.793878	0.566091	1.402	0.1623
Dummy_2020	1.00527	0.339235	2.963	0.0034 ***
Dummy_USA	0.134648	0.190860	0.7055	0.4813
Mean dependent var	0.146563	S.D. dependent var	1.223169	
Sum squared resid	301.7532	S.E. of regression	1.225259	
R-squared	0.044136	Adjusted R-squared	-0.003420	
F(10, 201)	22.38682	P-value (F)	8.04e-28	
Log-likelihood	-338.2354	Akaike criterion	698.4708	
Schwarz criterion	735.3933	Hannan-Quinn	713.3940	

Excluding the constant, p-value was highest for variable 9 (HML)

**Figura 3.12:** “Modello OLS e Rendimento: Analisi con Errori Standard Robusti”.  
Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

Con l'obiettivo di approfondire l'analisi e investigare l'eventuale presenza di una relazione quadratica tra il punteggio ESG e il rendimento, viene introdotto un componente quadratico nel modello di regressione lineare. Questa scelta è motivata dall'osservazione preliminare che suggeriva una possibile relazione quadratica tra le due variabili. Tuttavia, dopo aver inserito il componente quadratico nel modello, si constata che esso non risulta significativo dal punto di vista statistico. Questo risultato implica che non è possibile confermare l'esistenza di una relazione quadratica tra il punteggio ESG e il rendimento delle aziende coinvolte nelle operazioni di SPAC e IPO.

Di conseguenza, alla luce di questa evidenza, il componente quadratico verrà rimosso dal modello di regressione, in quanto non contribuisce in maniera significativa alla spiegazione del fenomeno analizzato. In questo modo, il modello di regressione rimarrà focalizzato sulle relazioni lineari tra le variabili considerate, senza l'inclusione di termini quadratici che non portano valore aggiunto all'analisi.

```

Model 6: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO
Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HCL

```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	2.54658	2.78926	0.9130	0.3623	
ESG_Score	-0.116884	0.130884	-0.8930	0.3729	
1_MARKETCAP	-0.0511145	0.0660834	-0.7735	0.4401	
MktRF	-0.0219680	0.00902839	-2.433	0.0158	**
HML	-0.000309749	0.00885391	-0.03498	0.9721	
Dummy_2016	0.977877	0.528059	1.852	0.0655	*
Dummy_2017	0.629091	0.392786	1.602	0.1108	
Dummy_2018	0.173508	0.384162	0.4517	0.6520	
Dummy_2019	0.781194	0.569394	1.372	0.1716	
Dummy_2020	1.05100	0.349902	3.004	0.0030	***
Dummy_USA	0.144728	0.194638	0.7436	0.4580	
sq_ESG_Score	0.00186030	0.00201625	0.9227	0.3573	
Mean dependent var	0.146563	S.D. dependent var	1.223169		
Sum squared resid	298.3356	S.E. of regression	1.221343		
R-squared	0.054961	Adjusted R-squared	0.002984		
F(11, 200)	19.40911	P-value(F)	3.28e-26		
Log-likelihood	-337.0280	Akaike criterion	698.0561		
Schwarz criterion	738.3351	Hannan-Quinn	714.3359		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 9 (HML)

**Figura 3.13:** “Modello OLS escludendo il Componente Quadratico: Rendimento come Variabile Dipendente e Analisi con Errori Standard Robusti”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

Procedendo all'analisi della correlazione tra il punteggio ESG e il rendimento, si indaga se esista una relazione diversa tra questi due fattori per le SPAC e le IPO. Per esplorare questa possibilità, viene introdotto un termine di interazione tra la variabile dummy SPAC e il punteggio ESG nel modello di regressione. L'obiettivo è di verificare se esista un effetto correttivo statisticamente significativo che possa distinguere le dinamiche tra questi due gruppi.

L'analisi rivela che la variabile di interazione è statisticamente significativa, suggerendo l'esistenza di una correlazione rilevante tra il punteggio ESG delle SPAC e il rendimento associato a queste operazioni. Tuttavia, la questione principale riguarda la presenza di un coefficiente negativo, che appare anomalo e controintuitivo. Questo risultato implica che,



al crescere del punteggio ESG per le SPAC, si verifica una diminuzione del rendimento dell'asset nei 12 mesi successivi all'acquisizione.

```

Model 7: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO
Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HC1

-----+-----
                coefficient    std. error    t-ratio    p-value
-----+-----
const                1.53416        1.74985        0.8767    0.3817
ESG_Score            0.0107272       0.0165168       0.6495    0.5168
l_MARKETCAP         -0.0813514       0.0718351      -1.132    0.2588
MktRF               -0.0165385       0.00758297     -2.181    0.0303 **
HML                 -0.00361695     0.00916178     -0.3948    0.6934
Dummy_2016          0.921825        0.453019        2.035    0.0432 **
Dummy_2017          0.500172        0.396999        1.260    0.2092
Dummy_2018          0.0952998       0.387070        0.2462    0.8058
Dummy_2019          0.432821        0.581796        0.7439    0.4578
Dummy_2020          0.805856        0.323559        2.491    0.0136 **
Dummy_USA           0.163216        0.177212        0.9210    0.3581
Interaction         -0.0181619      0.00599259     -3.031    0.0028 ***

Mean dependent var    0.146563    S.D. dependent var    1.223169
Sum squared resid    289.3215    S.E. of regression    1.202750
R-squared             0.083515    Adjusted R-squared    0.033109
F(11, 200)           26.07741    P-value(F)            4.75e-33
Log-likelihood        -333.7759    Akaike criterion      691.5518
Schwarz criterion     731.8308    Hannan-Quinn          707.8317

Excluding the constant, p-value was highest for variable 14 (Dummy_2018)

```

**Figura 3.14:** “Modello OLS con Rendimento come Variabile Dipendente: Analisi usando Errori Standard Robusti (Variante HC1)”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

## CONCLUSIONI

### Riepilogo analitico dei risultati

Il principale interrogativo riguarda la possibilità che la fenomenologia osservata sia legata agli effetti della pandemia di Covid-19. Pertanto, si introduce una variabile dummy "Covid" nel modello di regressione, che assume il valore 1 durante i periodi di pandemia (anni 2020 e 2021) o 0 altrimenti. L'analisi dei risultati rivela che la variabile di interazione perde di significatività, mentre la variabile relativa al Covid diventa significativa con un coefficiente negativo. Sulla base di queste osservazioni, si possono trarre le seguenti conclusioni:

- ESG Score e rendimento futuro dell'asset IPO e SPAC: In condizioni di mercato normali, il punteggio ESG non sembra avere un impatto significativo sul rendimento futuro degli asset IPO e SPAC. Questo suggerisce che, in assenza di shock esterni come una pandemia, il punteggio ESG non è un fattore determinante per prevedere il rendimento di questi asset.
- Correlazione tra ESG Score e rendimento azionario per SPAC e IPO in condizioni di mercato normali: Le SPAC non presentano comportamenti differenti rispetto alle IPO in termini di correlazione tra il punteggio ESG e il rendimento azionario in condizioni di mercato normali. Ciò implica che, in assenza di circostanze eccezionali, la relazione tra il punteggio ESG e il rendimento azionario è simile per entrambi i tipi di asset.
- Correlazione tra ESG Score e rendimento per le SPAC in condizioni di mercato anomale (periodo Covid): Durante il periodo della pandemia di Covid-19, si osserva una correlazione negativa tra il punteggio ESG e il rendimento per le SPAC. Questo fenomeno indica che, solo in questo periodo specifico, un aumento del punteggio ESG è associato a una riduzione del rendimento a dodici mesi dell'asset. Tale risultato evidenzia l'importanza di considerare le condizioni del mercato e gli eventi esterni nel valutare la relazione tra il punteggio ESG e il rendimento degli asset finanziari.

In sintesi, il presente studio si è prefigurato l'obiettivo di esplorare l'eventuale presenza di una correlazione significativa tra i fattori ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) e le performance delle De-SPAC, confrontando quest'ultime con quelle delle IPO (Offerte

Pubbliche Iniziali). L'obiettivo principale consisteva nell'analizzare se le strategie di investimento adottate dalle SPAC potessero fungere da catalizzatori per il rafforzamento e la promozione della sostenibilità nel contesto degli investimenti attuali.

```

Model 10: OLS, using observations 1-212
Dependent variable: RENDIMENTO
Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HCl

```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	1.84162	1.75572	1.049	0.2955	
ESG_Score	0.00799979	0.0167506	0.4776	0.6335	
l_MARKETCAP	-0.0837155	0.0707077	-1.184	0.2378	
MktRF	-0.0159604	0.00737942	-2.163	0.0317	**
HML	-0.00623827	0.00908744	-0.6865	0.4932	
Dummy_2016	0.660636	0.479880	1.377	0.1702	
Dummy_2017	-0.0134714	0.466060	-0.02890	0.9770	
Dummy_2018	-0.608799	0.474456	-1.283	0.2009	
Dummy_2019	-0.183509	0.617478	-0.2972	0.7666	
Dummy_2020	0.765044	0.321466	2.380	0.0183	**
Dummy_USA	0.176486	0.187087	0.9433	0.3467	
Interaction_Covid	-0.0345488	0.0104128	-3.318	0.0011	***
Interaction	0.00841010	0.00822651	1.022	0.3079	
Mean dependent var	0.146563	S.D. dependent var	1.223169		
Sum squared resid	278.1130	S.E. of regression	1.182181		
R-squared	0.119021	Adjusted R-squared	0.065896		
F(12, 199)	29.21525	P-value(F)	1.30e-37		
Log-likelihood	-329.5877	Akaike criterion	685.1755		
Schwarz criterion	728.8111	Hannan-Quinn	702.8120		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 13 (Dummy\_2017)

**Figura 4.1:** “Modello OLS e Rendimento: Analisi con Errori Standard Robusti all'Eteroschedasticità (Variante HC1) e Valutazione della Variabile Dummy 2017”.

Fonte dei dati: Elaborazione dell'autore

L'analisi condotta ha portato alla luce risultati che indicano come, in condizioni di mercato ordinarie, il punteggio ESG non eserciti un impatto significativo sulle performance future degli asset IPO e SPAC. È stato inoltre osservato che la correlazione tra il punteggio ESG e il rendimento azionario è analoga per entrambe le categorie di asset. Tuttavia, durante il periodo di pandemia di Covid-19, è emersa una correlazione negativa tra il punteggio ESG e il rendimento delle SPAC, suggerendo che in situazioni straordinarie, i fattori ESG potrebbero influenzare le performance di tali asset.

Questo approfondimento analitico mette in evidenza la complessità delle dinamiche che caratterizzano le relazioni tra i fattori ESG e le performance delle De-SPAC e delle IPO. In particolare, rivela l'importanza di considerare le circostanze esterne, come la

pandemia di Covid-19, nel valutare il potenziale impatto dei fattori ESG sulle performance degli asset in questione.

### **Conseguenze teoriche e applicative**

Le deduzioni ottenute dalla presente ricerca offrono implicazioni sia di natura teorica che applicativa. Per quanto riguarda l'aspetto teorico, i risultati ottenuti arricchiscono il corpus di studi dedicati agli investimenti sostenibili. Sul versante applicativo, gli investitori e i gestori di portafogli possono attingere a informazioni preziose per guidare le loro scelte di investimento.

Questa analisi mette in evidenza le complesse interazioni tra il punteggio ESG e il rendimento degli asset finanziari in relazione alle condizioni del mercato e agli eventi esterni. Inoltre, sottolinea l'importanza di valutare attentamente tali fattori nel contesto delle decisioni di investimento, in modo da adeguare le strategie di portafoglio alle mutevoli circostanze e perseguire obiettivi di sostenibilità nel lungo termine.

### **Limiti dello studio e prospettive per ulteriori indagini**

Pur tenendo conto dei risultati ottenuti nel presente lavoro di ricerca, è fondamentale evidenziare alcune limitazioni che potrebbero essere affrontate in studi futuri. Innanzitutto, il campione di dati impiegato nell'analisi potrebbe essere esteso per includere un arco temporale più ampio e un maggior numero di asset finanziari, con l'obiettivo di rafforzare la solidità delle conclusioni. Tuttavia, l'ampliamento dell'arco temporale sarà possibile soltanto tra alcuni anni, sperando che il fenomeno delle SPAC continui con tale intensità da garantire un elevato numero di dati disponibili per l'analisi.

È auspicabile, in aggiunta, che l'avanzamento tecnologico nella raccolta dei dati prosegua, se non addirittura si innovi, in modo tale da consentire un allargamento sia del bacino temporale che del numero di osservazioni per un maggior numero di aziende, soprattutto per le SPAC attiviste, che ad oggi rappresentano una quota relativamente ridotta del mercato. L'evoluzione delle tecniche di raccolta e analisi dei dati potrebbe quindi facilitare studi futuri, fornendo una base più solida e rappresentativa per valutare l'impatto dei fattori ESG sulla performance delle De-SPAC.

Inoltre, le ricerche successive potrebbero approfondire il ruolo degli eventi esterni, come la pandemia di Covid-19, nell'influenzare la relazione tra il punteggio ESG e il

rendimento degli asset finanziari. In particolare, sarebbe utile esaminare se altri shock esogeni o situazioni straordinarie possano avere un effetto analogo sulla correlazione tra fattori ESG e le performance delle De-SPAC e delle IPO.

Infine, potrebbero essere indagati gli effetti delle diverse componenti dei fattori ESG (ambientale, sociale e di governance) sulle performance delle De-SPAC e delle IPO, al fine di stabilire se una o più di queste dimensioni abbiano un impatto più significativo sul rendimento degli asset finanziari. Tale approccio permetterebbe di acquisire una comprensione più dettagliata delle dinamiche sottostanti e fornirebbe ulteriori indicazioni per gli investitori e i gestori di portafoglio nel prendere decisioni informate riguardo ai loro investimenti sostenibili.

## BIBLIOGRAFIA

- Author links open overlay panelDouglas Cumming a, a, b, 1, c, d, 2, AbstractSpecial Purpose Acquisition Companies (SPACs) are shells initiated with the sole intent of acquiring a single privately held company. SPAC shareholders vote on this acquisition, Yermack, D., Nahata, R., Grinstein, Y., Giot, P., Floros, I. V., Eisenberg, T., Brown, S. J., Brauer, G. A., Bradley, M., Beatty, R. P., Berger, R., ... Feldman, D. N. (2014, July 9). *The fast track IPO – success factors for taking firms public with spacs*. Journal of Banking & Finance. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426614002489>
- Author links open overlay panelUsha Rodrigues a 1, a, 1, b, AbstractWe examine the IPOs of and acquisitions made by special purpose acquisition corporations (SPACs). This unique sample provides a perspective on these two corporate events unencumbered by much of the typical confounding information. We find the IPO , Schultz, P., Pinkowitz, L., Officer, M., Myers, S., Moeller, S., Liu, X., Gompers, P., Bates, T., Abrahamson, M., Berger, R., Carter, R., Castelli, T., Chang, S., Chen, H.-C., ... Hanley, K. W. (2014, July 24). *What all-cash companies tell us about ipos and acquisitions*. Journal of Corporate Finance. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000765>
- Boyer, C. M., & Baigent, G. G. (2008). Spacs as alternative investments. *The Journal of Private Equity*, 11(3), 8–15. <https://doi.org/10.3905/jpe.2008.707198>
- Chauviere, K., Green, A., & Tan, T. (2020, September 23). *Earning the premium: A recipe for long-term Spac Success*. McKinsey & Company. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/earning-the-premium-a-recipe-for-long-term-spac-success>
- Datar, V. T., Emm, E. E., & Ince, U. (1970, January 1). *[PDF] going public through the back door: A comparative analysis of spacs and ipos: Semantic scholar*. [PDF] Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs | Semantic Scholar. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.semanticscholar.org/paper/Going-public-through-the-back-door%3A-A-comparative-Datar-Emm/24d4892d7c3fbe8ef3df25ee594610e1e9187365>

- Davidoff, S. M. (2008, January 6). The unseen merger boom: SPACs. *The New York Times*.
- Dimitrova, L. (2012, September 1). *Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the 'poor man's private equity funds'*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2139392](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2139392)
- Floros, I. V., & Sapp, T. (2009, August 18). *Shell Games: On the value of Shell Companies*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1455927](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1455927)
- Hale, L. M. (2006). SPAC: A financing tool with something for everyone. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 18(2), 67–74. <https://doi.org/10.1002/jcaf.20278>
- Hannes, S., Libson, A., & Parchomovsky, G. (2021, December 27). *Spactivism*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3993847](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3993847)
- Heyman, D. K. (2021, March 8). *From Blank Check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. HeinOnline. Retrieved March 23, 2023, from <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals%2Feb1wj2&div=10&id=&page=>
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2012, August 8). *Why SPAC investors should listen to the market*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2126226](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2126226)
- Jog, V. M., & Sun, C. (2007, October 3). *Blank check ipos: A home run for management*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1018242](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018242)
- Kim, H. (n.d.). *Essays on management quality, IPO characteristics and the success of business combinations*. LSU Digital Commons. Retrieved March 23, 2023, from [https://digitalcommons.lsu.edu/gradschool\\_dissertations/2328/](https://digitalcommons.lsu.edu/gradschool_dissertations/2328/)

- Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2020, November 16). *A sober look at spacs*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3720919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919)
- Kolb, J., & Tykvova, T. (2017, December 19). *Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3088534](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3088534)
- KPMG. (2022, September 26). *Spac insights: ESG and spacs*. KPMG LLP. Retrieved March 23, 2023, from <https://advisory.kpmg.us/articles/2021/spac-esg.html>
- Lakicevic, M., & Vulanovic, M. (2011, November 11). *A story on spacs*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1958238](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1958238)
- Lewellen, S. (2008, October 16). *Spacs as an asset class*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1284999](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999)
- Lewellen, S. (2008, October 16). *Spacs as an asset class*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1284999](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999)
- Michael cembalest*. J.P. Morgan Asset Management. (n.d.). Retrieved March 23, 2023, from <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/liq/bios/michael-cembalest/>
- Murray, J. S. (2011, January 25). *The regulation and pricing of Special Purpose Acquisition Corporation ipos*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1746530](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1746530)
- Renaissance Capital LLC. (2022, April 20). *Special report: Spac merger returns crumble, upending the 2022 spac market*. Renaissance Capital. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/92125/Special-Report-SPAC-merger-returns-crumble-upending-the-2022-SPAC-market>
- Report: The IPO SPAC-tacle*. Goldman Sachs. (2021, February 2). Retrieved March 23, 2023, from <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/the-ipo-spac-tacle.html>



- Riemer, D. S. (2021, March 8). *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?* HeinOnline. Retrieved March 23, 2023, from <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals%2Fwalq85&div=30&id=&page=>
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2011, October 25). *Exit, voice, and reputation: The evolution of spacs*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1948642](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948642)
- Sjostrom, W. K. (2007, November 9). *The truth about reverse mergers*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1028651](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028651)
- Spacs: An alternative WAV to access the public markets - berger - 2008 ...* (n.d.). Retrieved March 23, 2023, from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2008.00194.x>
- Tran, A. L. (2012, May 29). *Blank check acquisitions*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2070274](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2070274)
- Vulanovic, M. (2016, June 24). *Spacs: Post-merger survival*. SSRN. Retrieved March 23, 2023, from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2798048](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2798048)
- YunLi626. (2021, August 6). *For spacs, one characteristic seems to determine the investing winners from losers*. CNBC. Retrieved March 23, 2023, from <https://www.cnbc.com/2021/07/12/for-spacs-one-characteristic-seems-to-determine-the-investing-winners-from-losers.html>

## SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/sistemi-multilaterali-di-negoziazione.html>

<https://www.businessroundtable.org/about-us>

<https://www.businesswire.com/news/home/20210628005729/en/DeepGreen-Securityholders-Approve-Business-Combination-with-Sustainable-OpportunitiesAcquisition-Corp>

<https://capricorn.be/en/esg>

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>

<https://www.dirittobancario.it/art/appunti-sulle-special-purpose-acquisition-companies-spac/>

[https://en.wikipedia.org/wiki/US\\_SIF](https://en.wikipedia.org/wiki/US_SIF)

<https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/tassonomia-verde>

<https://www.forbes.com/sites/brucegoldfarb/2022/03/16/shareholder-activists-will-target-spacs-in-2022--but-it-wont-be-easy/?sh=230d07616eb4>

<https://www.ftserussell.com/products/indices/renaissance-ipo>

[https://www.indxx.com/Welcome/new\\_indices/499](https://www.indxx.com/Welcome/new_indices/499)

<https://www.socialimpactagenda.it/impact-investing/>

<https://www.investopedia.com/terms/w/warrant.asp>

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/pipe-offerings>

[https://it.wikipedia.org/wiki/High\\_net\\_worth\\_individual](https://it.wikipedia.org/wiki/High_net_worth_individual)

<https://www.personal-finance.com/imprese-gazzella/>

<https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=0001798562>

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsmicrocapstock>

[https://www.sec.gov/rss/your\\_money/pump\\_and\\_dump.htm](https://www.sec.gov/rss/your_money/pump_and_dump.htm)

<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>

<https://www.startupbusiness.it/cose-la-scaleup/88836/>

<https://spactrack.io>

<https://spactrack.io/despacs/>

<https://stockanalysis.com/ipos/>

<https://stockmarketmba.com/index.php>

<https://stockmarketmba.com/listofcompaniesthathavemergedwithaspac.php>

<https://stockmarketmba.com/listofspacswithoutapendingmerger.php>

<https://stockmarketmba.com/pendingpacmergers.php>

<https://www.spacanalytics.com>