



Alla ricerca della Spac giusta

Non accenna a placarsi il boom dei veicoli per la quotazione
24 operazioni dal 2011

di Marco Maria Fumagalli

In cosa consistono le Spac? Un gruppo di Promotori (persone fisiche quali professionisti, manager) raccoglie da Investitori Professionali del capitale quotando la Spac ed assumendone il ruolo di amministratori. Unico scopo della Spac è quello di individuare, in un breve lasso temporale, una società operativa non quotata, la società "Target", con cui integrarsi, in genere tramite fusione. La Spac porta quindi "in dote" alla Target due preziosi asset: la quotazione e la propria liquidità. In massima sintesi la Spac non è altro che un metodo indiretto per la società Target di aprire il proprio capitale sul mercato. Metodo chiaramente alternativo all'Ipo tradizionale. Il recente moltiplicarsi delle iniziative e la ripetitività di alcune di esse richiede tuttavia una riflessione più approfondita su quali siano i vantaggi dell'"andare pubblici" tramite la Spac. Se cioè questa sia solo una moda passeggera guidata dall'ampia liquidità e dall'interesse dei promotori (tra i quali si annovera un gruppo crescente di professionisti della financial industry domestica), o possa rappresentare un modello duraturo per favorire l'apertura del capitale delle nostre Sme.

MARCO MARIA FUMAGALLI

■ 10 anni dirigente Consob, è passato a Centrobanca occupandosi di capital markets per imprese mid-size di diversificati settori industriali. Fin dagli inizi ha seguito il fenomeno delle Spac come advisor e strutturatore delle prime esperienze italiane. Ha accumulato una vasta esperienza nel montaggio di operazioni straordinarie.



■ autore del libro "Lo sviluppo della Spac (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa" (EGEA - 2014)

Dal punto di vista della società Target (e dei suoi azionisti) un primo vantaggio risiede nella maggiore semplicità del processo e nei costi monetari più limitati rispetto ad una Ipo tradizionale. Un secondo vantaggio concerne invece l'identificazione del prezzo a cui collocare le azioni. Esso non è affidato, come nelle Ipo, agli intermediari finanziari collocatori ed all'incerto meccanismo dell'open price bookbuilding, ma è negoziato (in termini di rapporto di concambio) con i Promotori. Si tratta di una differenza non da poco, considerati i numerosi casi di Ipo partite con aspettative di valore totalmente disattese alla prova dei fatti, per non parlare di quelle ritirate perché non coperte a sufficienza. Ma perché il pricing negoziato dai Promotori dovrebbe essere più "corretto" rispetto a quello del bookbuilding. In questo caso il prezzo è la risultante di una curva di domanda aggregata formata sulla base delle manifestazioni di interesse dei singoli investitori. Questi ultimi valutano la società in larga parte sulle stime di risultati futuri fornite dagli analisti delle banche del consorzio, le quali mettono in gioco la loro reputazione per supportare l'operazione.

Nel caso della Spac sono viceversa i Promotori che mettono in gioco il loro capitale reputazionale, con l'aggiunta che nel "garantire" le future performance della Target essi dovrebbero fare qualcosa in più: contribuire con il loro lavoro a raggiungere i risultati.

Infatti l'elemento essenziale che dovrebbe rendere le SPAC iniziative virtuose risiede nel rapporto che si instaura tra Promotori e società Target. I Promotori sono comunque persone con un ampio e diversificato background professionale che debbono rimanere legate alla Target nel medio termine, supportando l'imprenditore e il management in quei processi di crescita (organizzativa e gestionale), di M&A e di internazionalizzazione di cui le Sme italiane hanno certamente bisogno. Sotto questo profilo il commitment dei Promotori dovrebbe evitare quel fenomeno di "allontanamento" da parte delle banche dopo il collocamento, così frequente nelle Ipo di piccola dimensione.

E qui veniamo a quello che spesso viene visto come un punto critico delle Spac: il "costo" dei Promotori, rappresentato dalle azioni della Target che essi ricevono e che rappresentano per i suoi soci originari una diluizione.

Questo costo (figurativo) può essere importante, in talune situazioni superiore a quello (monetario) delle commissioni di una Ipo anche se resta nell'esperienza italiana inferiore al benchmark Usa dove i compensi per i Promotori mimano quelli del private equity (20%).

Su questo tema bisogna ricordare che, per un corretto allineamento degli interessi, è essenziale che la ricompensa dei Promotori non solo sia funzione dell'apprezzamento degli strumenti sottoscritti dagli investitori, ma sia limitata ad un arco temporale coerente con il loro contributo professionale e, quindi, non eccessivamente dilatato.

Infine, a livello di "sistema" vi è un ulteriore vantaggio delle Spac, consistente nel fatto che i Promotori alla ricerca della Target migliore indirizzano il proprio scouting verso imprese poco visibili (ma non certo "minori" per qualità o dimensione), che probabilmente non avrebbero intrapreso autonomamente la strada della quotazione.

Interessante è anche l'idea di Spac che acquisiscano il controllo di una impresa, anziché una minoranza. Ciò porterebbe a creare delle public companies, delle società contendibili, in cui gli investitori delle Spac rappresentano pressochè tutto l'azionariato. E' un tema stimolante, anche se in genere quando è

in vendita l'intero capitale di un'impresa ci si trova di fronte a processi strutturati, ove la competizione di operatori di private equity o industriali è accanita. E, soprattutto, le offerte di questi operatori non è subordinata alla decisione di una assemblea come nella Spac.

La performance delle Spac quotate fino ad oggi appare mediamente positiva sia in termini assoluti che nel confronto con indici mid-cap. Le Target scelte sono tutte aziende di buona qualità, alcune delle quali hanno avuto una crescita veloce e significativa.

Il recente positivo fenomeno dei Pir, che stanno riversando sulle Sme quotate abbondante liquidità rischia di rivelarsi critico per la ristrettezza dell'universo investibile. C'è la domanda di titoli, ma è poca l'offerta di imprese.

In tale contesto, la Spac è un utile strumento disponibile per le Sme per avvicinarsi al mercato dei capitali; tuttavia esso deve essere gestito con cura, evitando una "corsa" al prodotto, quale sistema di sicuro guadagno.

Le Spac devono essere rispettose di corretti equilibri tra gli interessi dei tre stakeholder coinvolti (Investitori, Promotori, Impresa e suoi soci): solo così possono essere efficaci nel tempo per aumentare l'offerta di imprese quotate. Evitando approcci opportunistici esse potranno contribuire a quella transizione del nostro sistema finanziario verso un modello market oriented che è certamente un obiettivo desiderabile di politica economica.

Spac: le ultime arrivate

HANNO GIÀ EFFETTUATO LA BUSINESS COMBINATION

SPAC	Mercato SPAC	IPO SPAC	Raccolta	Target	B.C Target	Mercato Attuale
Capital for Progress 1	AIM Italia	04.08.2015	€ 51 m	GPI	29.12.2016	AIM Italia
Glenalta Food	AIM Italia	10.11.2015	€ 80 m	Orsero	13.02.2017	AIM Italia
Industrial Stars of Italy 2	AIM Italia	27.05.2016	€ 50,5 m	SIT	22.07.2017	AIM Italia
Space 3	MIV	05.04.2017	€ 150 m	Aquafil	04.12.2017	MTA-STAR

RACCOLTA OPERAZIONI PRESENTI

€ 715 m

RACCOLTA TOTALE € 1.046,5 m

NON HANNO ANCORA EFFETTUATO LA BUSINESS COMBINATION

SPAC	Mercato SPAC	IPO SPAC	Raccolta	Target	B.C Target	Mercato Attuale
Alp.I	AIM Italia	01.02.2018	€ 100 m	n.a.	tbc	tbc
Spaxs	AIM Italia	01.02.2018	€ 600 m	n.a.	tbc	tbc
Vei 1	AIM Italia	27.02.2018	€ 100 m	n.a.	tbc	tbc
Life Care Capital	AIM Italia	07.03.2018	€ 140 m	n.a.	tbc	tbc

RACCOLTA OPERAZIONI PRECEDENTI

€ 1.683 m

RACCOLTA TOTALE € 2.623 m

Fonte: elaborazioni Borsa Italiana, dati aggiornati al 14.03.2018

* Nuova denominazione: Zephyro