

FENOMENO SPAC/1 Dal 2011 a oggi 24 società hanno raccolto tra gli investitori poco meno di 2,8 miliardi di euro. Chi le ha promosse si è dimostrato abile nella scelta delle business combination. Anche i Pir vi investono volentieri. E altre sono in arrivo

Veicoli da corsa

di Stefania Peveraro

Hanno raccolto dagli investitori poco meno di 2,8 miliardi di euro. È il bottino di spac e le simil-spac che sono state lanciate in Italia a partire dal 2011, cioè da quando per prima è stata quotata al segmento Miv di Piazza Affari la spac di diritto lussemburghese Italy 1 Investments. Il dato emerge dal database di BeBeez, che considera sia i veicoli di diritto italiano sia quelli di diritto estero e comprende tanto le spac (special purpose acquisition company) tradizionali, che vengono quotate in borsa una volta raccolti i capitali, sia le cosiddette pre-booking company, cioè i veicoli di investimento non quotati che raccolgono capitali per investire in aziende in fase di pre-ipo e poi portano quelle stesse aziende in quotazione.

I capitali raccolti. Da inizio 2011, dunque, sono stati 24 i veicoli di investimento costituiti con l'obiettivo di raccogliere capitali dagli investitori, individuare un possibile target di investimento e poi portarlo in quotazione in borsa. Di questi, 21 sono spac tradizionali, due sono pre-booking company (Ipo Challenger e Ipo Challenger 1) e uno è un fondo chiuso (Ipo Club) promosso da Azimut ed Electa con l'obiettivo di agire come anchor investor di una serie di spac o simil-spac promosse sempre da Azimut ed Electa (come è già accaduto per Ipo Challenger 1). Proprio venerdì 26 gennaio ha completato la raccolta Spaxs, la spac promossa dall'ex ministro ed ex ad di Intesa Sanpaolo e Poste Italiane, Corrado Passera, e da Andrea Clamer, ex capo dell'area npl di Banca Ifis (articolo a pagina 24).

Ma presto il numero delle spac e il valore dei capitali raccolti salirà. Alp.1, lanciata da Mediobanca (altro articolo a pagina 24) ha un obiettivo 100 milioni, già raggiunto. Anche Palladio holding è in pre-marketing, affiancata da Banca Akros, per Vei1 spa, veicolo da 80-100 milioni (di cui il 20% investiti direttamente da Palladio) con obiettivo di sbarco in borsa entro febbraio e integrazione con una società target entro fine anno (cosiddetta business combination). Target che potrebbe anche essere individuato tra le società nel portafoglio del fondo di private equity Vei Capital, gestito dalla stessa Palladio, ha detto nei giorni scorsi il presiden-

QUANTO HANNO GUADAGNATO I TITOLI TARGET DELLE SPAC

Nome Spac	Target acquisito	Data emissione	Prezzo emissione o 1° prezzo rettificato Spac	Prezzo Ufficiale al 24 gen 2018	Variazione % dall'emissione
Space 3	Aquafl	5/04/17	9,54	13,10	37,29
Space 2	Avio	31/07/15	9,44	14,06	48,97
Space	Fila	18/12/13	7,83	20,98	167,98
Capital for Progress 1	Gpi	29/12/16	10,02	10,71	6,89
IPO Challenger	Italian Wine Brands	29/01/15	10	13,04	30,36
Industrial Stars of Italy	Luve	9/07/15	10	11,27	12,66
Glenalta Food	Orsero	10/11/15	9,02	9,00	-0,21
IPO Challenger 1	Pharmanutra	18/07/17	10	12,60	26,00
Made in Italy 1	Sesa	27/06/11	10	26,90	169,03
Industrial Stars of Italy 2	Sit	20/07/17	13	11,67	-10,26
Greenitaly 1	Zephyro	27/12/13	9,12	7,51	-17,62
Italy 1 Investment SA	Ivs Group	27/01/11	10	13,03	30,26

GRAFICA DI MILANO FINANZA

Ora la combination è molto più rapida

di Elena Dal Maso

Ventuno spac portate a Piazza Affari dal 2011 per circa 2,7 miliardi di capitale raccolto e 13 business combination. Questi i numeri del fenomeno in Italia finora. E il 2018 è cominciato in maniera frizzante, dalla quotazione del mega veicolo di Corrado Passera, Spaxs, a quello di Mediobanca, Alpi, promosso da Stefano Rangone, direttore centrale di Piazzetta Cuccia, assieme a Roberto Marsella, Massimo Perona e Stefano Giambelli. «L'onda lunga delle spac non è certo finita. L'indice di fecondità di questi veicoli, ovvero il numero di quotazioni tramite

spac sul totale delle ipo in Italia negli ultimi cinque anni, è attorno al 20%, mentre negli Usa si aggira sul 10%», spiega Simone Strocchi, managing partner di Electa e presidente di Aispac, l'associazione che raccoglie i primi promotori di spac in Italia. È stato Strocchi a importare e sviluppare modello a Piazza Affari. Nelle ultime due business combination emerge un passaggio importante: le società target non sono più in mano solo a imprenditori-fondatori, ma a manager e fondi di private equity. E successo con Eps, che ha annunciato l'acquisizione del 100% di Industrie Chimiche Forestali, e con Crescita, che ha scelto Cellular Italia. «Le spac possono offrire a imprenditori e manager che hanno avuto uno sviluppo accompagnato da un fondo di private equity una soluzione per agevolare il sostegno alla successiva crescita e uscita del fondo. Quest'ultimo, essendo per sua natura un socio finanziario a termine, deve monetizzare i propri investimenti. Con la spac la società non viene trasferita a terzi, trascinando l'imprenditore alla cessione della propria quota a un compratore industriale, magari straniero, e neppure passata a un altro fondo di private equity col rischio che finanzia l'acquisizione con un leveraged buyout introducendo significativo debito sull'azienda», spiega

Strocchi. Con le spac si può organizzare la trattativa in via privata con i promotori del veicolo «senza costi upfront e senza esporre l'operazione a forte aleatorietà di esecuzione, incertezza di tempi e definizione del prezzo che un processo di quotazione tradizionale non riuscirebbe a escludere», aggiunge. La spac poi di solito chiede al fondo private equity già presente nella società target di porre sotto lock up parte della quota partecipativa per condividere gli interessi degli investitori a creare ulteriore valore una volta portata l'azienda a Piazza Affari.

Strocchi ha avviato il ciclo con Made in Italy 1 nel 2011, spac che due anni più tardi ha inglobato Sesa. Quest'ultima è passata dai 10 euro di partenza ai 26,85 di venerdì 26 gennaio, con l'aumento della base azionaria derivante dall'esercizio di tutti i warrant al massimo valore di conversione e la conseguente quadruplicazione del valore rispetto all'investimento originario dei soci della spac.

I tempi di consegna della società target agli investitori della spac nel frattempo si sono ridotti attraverso la formula della pre-booking company, dove non è più prevista la fusione tra spac e target ma la spac emette obbligazioni rimborsabili in azioni e warrant della società target al momento dell'ammissione a negoziazione. È il caso di Ipo Challenger con Italian Wine Brands e Pharmanutra. «In questo modo abbiamo abbattuto il time to market dalla media di circa 17 mesi delle spac tradizionali a meno di sei mesi», spiega Strocchi.

L'ultimo passaggio evolutivo si è avuto poi con la spac digitale. All'interno della piattaforma Elite di Borsa Italiana, che a oggi raccoglie 700 pmi, è nato il format «Spac in Cloud», sviluppato da Electa insieme al team Elite, che permette di incrociare in maniera veloce domanda e offerta riducendo ulteriormente il tempo di arrivo in borsa della società target. (riproduzione riservata)



Simone Strocchi

te di Palladio, Giorgio Drago. In tutto i denari raccolti a beneficio delle pmi italiane tramite spac o pre-booking company supera già i 3,5 miliardi. Il tutto senza contare le spac o simil-spac che saranno promosse nei prossimi mesi con anchor investor Ipo Club e passando probabilmente dalla piattaforma web Spac-in-Cloud lanciata da Elite e da Electa nei mesi scorsi.

I capitali investiti. Quanto agli investimenti, dal 2011 a oggi sono state concluse 12 business combination per un totale complessivo di circa 980 milioni di euro, mentre ci sono ancora poco meno di 1,6 miliardi di euro di potenza di fuoco ancora da utilizzare, senza contare che nei giorni scorsi sono state annunciate altre due operazioni (quella di Crescita su Cellularline e quella di Eps Equita Pep su Industrie Chimiche Forestali) del valore di altri 200 milioni. Questo, nell'ipotesi di assenza di recessi da parte dei soci dei due veicoli e considerando che nel caso di Eps la spac sarà scissa in due, visto che l'investimento richiesto per comprare la quota in Industrie Chimiche Forestali sarà pari alla metà dei capitali raccolti.

Quello della scissione della spac è un esperimento che per primo ha condotto il team promotore della serie Spaxs, quando con Space2 aveva raccolto 308 milioni di euro e ha poi scelto di investire in Avio soltanto circa la metà della dotazione, apportando la restante al nuovo veicolo quotato Space3. Quest'ultimo a sua volta ha poi investito in Aquafl, portando in borsa la società produttrice di filati per pavimentazioni tessili in dicembre. Si tratta di una nuova

L'ATTIVITÀ DELLE SPAC O SIMIL-SPAC ATTIVE IN ITALIA

Nome	Promotori	Data di quotazione	Capitale raccolto in mln di €	Mercato quotazione Spac	Target acquisito e annunciato	Data quotazione target
Italy 1 Investments sa	V. Gamberale, C. Mammola, G. Revohella, R. Berger, F. Lahnstein e G. Wendenburg	gennaio 2011	150	Miv	IVS spa	maggio 2012 nd
Made in Italy 1 spa	M. Carloti, L. Giacomelli e S. Stocchi	giugno 2011	50	Aim Italia	Sesa spa	febbraio 2013
IPO Challenger (1)	S. Stocchi, A. Oggioni, Electa e L. Giacomelli	nd	52	bond privato	Italian Wine Brands	gennaio 2015
Space	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	dicembre 2014	130	Miv	Fila spa	giugno 2015
Industrial Stars of Italy	Attilio Arietti e Giovanni Cavallini	luglio 2013	50	Aim Italia	Lu-ve spa	luglio 2015
GreenItaly 1 spa	M. Carloti, Idea Capital Funds sgr, Vedogreen	dicembre 2014	35	Aim Italia	Zephyro (ex Prima Vera)	dicembre 2015
Capital for Progress 1	M. Capuano, A. Perricone, M. Fumagalli e A. Bianchi	settembre 2015	51	Aim Italia	GPI	dicembre 2016
Gienalta Food	L. Giacomelli, G. Lugli, S. Malagoli e S. Marengo	novembre 2015	80	Aim Italia	Gruppo Orsero	febbraio 2017
Space 2	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	luglio 2015	155,15 (3)	Miv	Avio	aprile 2017
Industrial Stars of Italy 2	Attilio Arietti e Giovanni Cavallini	maggio 2016	50,5	Aim Italia	SitT group	luglio 2017
Innova Italy 1	F. Corti, M. Costaguta, P. Ferraro, F. Gianni e A. Pansa	ottobre 2016	100	Aim Italia	nd	nd
IPO Club (2)	S. Stocchi, A. Oggioni, Electa, Azimut Holding	in raccolta	120	fondo chiuso privato	nd	nd
Crescita	Crescita Holding srl (M. Ammani, C. D'Ipollito, M. Drago, C. Moser, A. Tazaras, A. Toffoletto) e Dea Capital spa	marzo 2017	130	Aim Italia	Cellular Italia	nd
Space 3	spin-off da Space 2	aprile 2017	152,85	Miv	Aquafl	dicembre 2017
Ipo Challenger 1 (1)	Ipo Club, che ne è anchor investor	nd	20	bond privato	PharmaNutra	luglio 2017
Gienalta	L. Giacomelli, G. Lugli	luglio 2017	100	Aim Italia	nd	nd
Sprint Italy	G. Braggiotti, Fineurop Soddic, M. Carloti e F. Pintucci	luglio 2017	150	Aim Italia	nd	nd
EPS (4)	Private Equity Partners sgr ed Equita sim	agosto 2017	150	Aim Italia	Industrie Chimiche Forest.	nd
Capital for Progress 2	M. Capuano, A. Perricone, M. Fumagalli e A. Bianchi	agosto 2017	65	Aim Italia	nd	nd
Industrial Stars of Italy 3	Attilio Arietti e Giovanni Cavallini	ottobre 2017	150	Aim Italia	nd	nd
Spactiv	Maurizio Borletti, Paolo De Spir e Gabriele Bavagnoli	ottobre 2017	90	Aim Italia	nd	nd
IdeaMi	Banca Imi e Dea Capital	dicembre 2017	250	Aim Italia	nd	nd
Space 4	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	dicembre 2017	500	Miv	nd	nd
Spaxs	Corrado Passera, Andrea Clamer	nd	600	Aim Italia	nd	nd
ALPJ	Mediobanca, R. Marsella, S. Rangone, M. Perona, S. Giambelli	nd	100 (5)	Aim Italia	nd	nd
nd	Palladio Holding	nd	80-100 (6)	nd	nd	nd
TOTALE RACCOLTO			3.381,5			

(1) Teoricamente non si tratta di una Spac, perché la società non è stata quotata, ma ha emesso obbligazioni convertibili in azioni della target potenziale in occasione dell'ipo della target

(2) Teoricamente non si tratta di una Spac, ma di un fondo chiuso che sarà promotore di più Spac

(3) In origine ha raccolto 300 milioni, poi è stata scissa al momento della business combination e a Space 2 (avio 2016) e a Space 3 (152,85 milioni)

(4) Attualmente in raccolta

(5) Attualmente in raccolta

(6) Allo studio

(4) In origine ha raccolto 150 milioni, ma sarà scissa al momento della business combination e a EPS Equita PEP SPAC sarà apporata circa le metà del capitale

(5) Attualmente in raccolta

(6) Allo studio

Be Beez
Fondo BeBeez

frontiera, che i promotori stanno via via testando, chiedendo agli investitori di allungare la prospettiva dell'investimento.

D'altra parte, in questo periodo di tassi di interesse bassi gli investitori si sono dimostrati molto interessati alle spac, che spesso hanno avuto ordini in eccesso. I genere le iniziative arrivate alla business combination si sono rivelate di successo (vedere tabella), anche senza considerare l'eventuale guadagno portato dall'esercizio dei warrant che tutte le spac assegnano ai loro azionisti sia in fase di ipo, sia in fase di business combination.

Le spac stanno diventando di dimensioni sempre più importanti, con potenziali target di investimento più grandi, se si pensa che in genere le spac conducono investimenti di minoranza e che quindi una spac di 100 milioni può considerare target di valore più che doppio.

Per questo tipo di veicoli, quindi, poco importa che da inizio gennaio il nuovo regolamento del mercato Aim Italia preveda un limite minimo di raccolta di 30 milioni (prima erano 3). Altre novità del regolamento, ricorda Renato Lenzi, dell'omonimo studio legale, riguardano i requisiti professionali dei promotori, che devono essere persone dotate di comprovata esperienza e con posizioni apicali ricoperte in materia di operazioni sul mercato primario dei capitali, di private equity, nella gestione di aziende di medie dimensioni o nel settore dell'investment banking.

Inoltre, viene meno il connotato del flottante minimo, anche perché una delle altre novità del regolamento Aim è che in fase di collocamento il 10% del capitale venga sottoscritto da almeno cinque investitori istituzionali (non più quindi come prima un minimo di 12 investitori, di cui due professionali) che, in qualità di soggetti dotati di professionalità e competenza, possano garantire maggiore credibilità al collocamento e la formazione di un prezzo più equo.

Un affare sempre più da isti-

tuzionali. Inizialmente quello delle spac è stato un lavoro da ex manager, banchieri, uomini del private equity. Ma oggi sta attraendo sempre più gli investitori istituzionali sia nella veste di promotori, sia di investitori.

Sul primo fronte, Eps Equita Pep è stata la prima spac promossa da soggetti istituzionali, lanciata da Equita group e Private Equity Partners e quotata all'Aim a fine luglio, dopo aver raccolto 150 milioni di euro dagli investitori. È seguita poi IdeaMi,

promossa da Banca Imi (gruppo Intesa Sanpaolo) e DeA Capital (gruppo De Agostini) e quotata a dicembre con una raccolta di 250 milioni. Ora, come detto, sono in raccolta le spac promosse da Mediobanca e da Palladio holding. Il tutto dopo che nel maggio 2016 Ipo Club è stato lanciato in tandem da Azimut e da Electa con 120 milioni di dotazione (su un target complessivo di 150 milioni), per investire in strumenti finanziari emessi da veicoli di investimento costituiti ad hoc dalla stessa Ipo Club per convogliare il

capitale degli investitori nell'acquisizione di quote di minoranza di pmi target. Delle pre-booking company costituite, Ipo Club sarà il principale investitore con il 30% del capitale totale, mentre il restante 70% sarà raccolto tra gli investitori qualificati di volta in volta interessati alle singole operazioni. Grazie a questo sistema aperto, la portata dell'iniziativa è di 400 milioni di euro.

Quanto all'attrattività delle spac per gli investitori istituzionali come nuovo asset da inserire in portafoglio, va segnalato l'interesse da parte dei Piri. I Piani individuali di risparmio sinora non si sono dimostrati felici di utilizzare la loro quota di patrimonio destinata agli investimenti illiquidi per investire direttamente nel capitale di pmi o in strumenti di debito emessi da pmi, tantomeno in quote di fondi di private equity, venture capital o private debt. Con la conseguenza di aver concentrato gli investimenti in pmi quasi unicamente in titoli quotati all'Aim Italia e quindi di spingere al rialzo in maniera importante le quotazioni dell'Aim. La spac, invece, è piaciuta molto, proprio perché chi ne sottoscrive le quote in ipo in sostanza prenota l'ingresso nel capitale di una pmi in fase di pre-ipo, con la certezza che la quotazione della target arriverà a stretto giro. (riproduzione riservata)

Tutte le tappe dei veicoli speciali

1) I promotori (soggetti privati e/o istituzionali) fondano la spac (special purpose acquisition company) come società per azioni.

2) La spac delibera un aumento di capitale che viene sottoscritto da investitori terzi (istituzionali o professionali) in fase di ipo.

3) I promotori sono titolari di azioni speciali, ma possono investire (e di solito lo fanno) anche in azioni ordinarie della spac.

4) Alle azioni ordinarie sono assegnati gratuitamente dei warrant, che vengono consegnati in genere parte in ipo e parte al momento dell'annuncio dell'investimento nella società target, cioè la società che si è individuata come oggetto dell'operazione (business combination).

5) La spac ha un tempo determinato (di solito 24 mesi) per individuare una società target in cui investire per portarla in quotazione in borsa. Può condurre investimenti di minoranza o di maggioranza.

6) L'assemblea dei soci della spac vota sulla business combination proposta e i soci che non sono d'accordo possono recedere a un prezzo determinato (di solito il prezzo di collocamento dell'azione in ipo).

7) Se il recesso viene esercitato da azionisti che rappresentano una quota di capitale superiore a una certa soglia (di solito il 30 o il 33%), allora l'operazione salta e la spac cerca un altro target. Se in 24 mesi non si trova il target, la spac viene liquidata.

8) Se la business combination ha l'ok dell'assemblea della spac e di quella della target, allora il veicolo compra la quota di capitale dell'azienda target stabilita in sede di assemblea e poi l'azienda target viene fusa nella spac. Quest'ultima cambia nome in quello della target, che quindi si trova automaticamente quotata.

9) In occasione della business combination, i promotori convertono parte delle azioni speciali della spac in azioni ordinarie a un cancanbio vantaggioso e predeterminato e potranno via via convertire le altre azioni speciali in ordinarie, man mano che il prezzo di borsa raggiungerà obiettivi di prezzo più elevati. In genere i promotori hanno un lock up di tre anni.

10) In tutto il periodo che va dall'ipo alla business combination, gli investitori non pagano commissioni di gestione. Tutti i costi sono a carico dei promotori.

Quotazioni, altre news e analisi su
www.milanofinanza.it/spac