

PIAZZA AFFARI Dopo un boom di raccolta e alcuni successi, questi veicoli di investimento hanno dimostrato alcune falle. Il progetto resta valido, la struttura va modificata. Intanto ecco quelle vincenti

Cosa rimane delle spac

di Stefania Peveraro

LA TOP TEN DELLE SPAC PIÙ REDDITIZIE

Spac	Data ipo	Min euro raccolti	Target	Data BC*	IRR	MoM**
▲ IPOC 2 (SPAC IN CLOUD)	8-11-2018	22,5	Digital Value	8-11-2018	160,01%	2,00
▲ GEAR 1	19-02-2019	30	Comer Industries	8-03-2019	55,54%	1,22
▲ IPO CHALLENGER 1	5-05-2017	20	Pharmanutra	18-07-2017	51,95%	2,55
▲ MADE IN ITALY 1	27-06-2011	50	Sesa	1-02-2013	20,59%	4,55
▲ SPACE	18-12-2013	130	Fila	1-06-2015	12,55%	1,94
▲ IPO CHALLENGER	21-05-2014	52	Italian Wine Brands	29-01-2015	9,77%	1,62
▲ SPACE 2	31-07-2015	154	Avio	10-04-2017	8,48%	1,39
▲ INDUSTRIAL STARS OF ITALY	22-07-2013	50	Lu-Ve	9-07-2015	6,57%	1,47
▲ GREENITALY 1 (2)	27-12-2013	35	Zephyro	23-12-2015	5,07%	1,24
▲ ALP.I (3)	1-02-2018	100	Antares Vision	18-04-2019	4,95%	1,07
Media aritmetica dell'intero gruppo					10,69%	1,34
Media aritmetica delle 11 non nella top ten					-10,08%	0,82

Ipotizzando che un investitore originario nella Spac abbia mantenuto sino al 30 luglio 2019 in portafoglio le azioni della società target con cui ha condotto la business combination; *BC=business combination; **MoM = multiple on money invested, cioè multiplo sul capitale investito

Fonte: Elaborazioni di Electa Ventures su dati di Borsa Italiana

GRAFICA MF/MILANO FINANZA

Dopo la scorpacciata di spac (Special Purpose Acquisition Company) da parte degli investitori che risale soprattutto al 2017, il mercato della raccolta di questi veicoli finanziari si è congelato. Insomma, l'idea di quotare una scatola piena di denaro con l'obiettivo di individuare una società non quotata con la quale fonderla e quindi automaticamente portarla in Borsa, ha dimostrato di avere delle falle. Perché non è sicuro che i soci siano sempre d'accordo con il progetto proposto. Ma davvero questo mercato è destinato a scomparire, affossato dagli speculatori? O forse è più facile che possa evolvere in qualcosa di diverso?

Secondo il database di BeBeez, dal 2011, quando è partito il mercato, a oggi, le Spac o simil-Spac hanno raccolto dagli investitori circa 3,9 miliardi di euro, senza contare i 150 milioni di euro

raccolti da Ipo Club, una sorta di feeder-fund destinato a investire a sua volta in Spac, oltre a condurre investimenti diretti. A oggi sono stati investiti dalle Spac già circa 2,75 miliardi di euro, mentre degli 1,2 miliardi di euro residui, 575 milioni sono ancora da investire e 396 milioni non sono andati a buon fine o sono stati rimborsati o sono andati a pagare i recessi. I 150 milioni che avanzano dal conto sono relativi alla raccolta di Industrial Stars of Italy 3, Spac che, dopo aver raccolto appunto quella cifra in sede di ipo, ha proposto una business combination con Salcef Group, per la quale la Spac, se non ci saranno recessi in numero superiore alla soglia massima consentita dallo statuto, investirà 100 milioni di euro, portandola in borsa il prossimo autunno. Ciò significa che in caso di zero recessi la Spac renderà ai suoi azionisti 50 milioni di euro. La stessa operazione era stata con-

dotta in precedenza anche dalle ultime due Spac che sono arrivate alla business combination con successo e cioè da Alp.I per la quotazione di Antares Vision e da Sprintitaly per la quotazione di Sicit.

Queste scelte non sono state un caso, bensì un modo per non prestare il fianco alla speculazione che negli ultimi mesi del 2018 aveva affossato due progetti di Spac tra i più blasonati. Come noto, infatti, a cadere in trappola sono state Capital For Progress 2 e IdeaMI. Il problema non sono state le aziende target proposte. Si è trattata di mera opportunità finanziaria. Il risultato delle elezioni politiche del marzo 2018 aveva spaventato molti investitori, soprattutto gli esteri, e chi aveva raccolto capitali tra gli stranieri ha subito il fuggi-fuggi. Il risultato è stata una depressione delle quotazioni che in molti casi per le Spac a fine 2018 viag-

giavano molto sotto i tradizionali 10 euro utilizzati in ipo da praticamente tutte le Spac. E se c'è chi ha venduto, c'è stato chi ha comprato, spinto dall'opportunità di acquistare oggi a sconto un titolo che, quando si presenterà l'occasione per il recesso, potrà essere rimborsato a 10 euro o poco meno, il tutto nel giro di pochi mesi. Certo, se tutti fanno questo ragionamento l'operazione salta e quindi la nuova scommessa è sperare che la spac non riesca a trovare una soluzione prima della scadenza dei canonici due anni dalla quotazione, nel qual caso sarà costretta a sciogliersi e rimborsare i soci sempre a 10 euro.

«C'è stato un momento in cui a Milano, se non avevi la casa a Courmayeur, la barca e una Spac, non eri nessuno», scherza Simone Strocchi alla guida del gruppo **Electa**, con un track record di parecchie spac e veicoli di investimento che sono un'evoluzione della Spac tradizionale. Adesso, però, ammette Strocchi, «per varie ragioni la struttura della spac tradizionale può prestare il fianco alla speculazione». Così le ultime tre spac che hanno annunciato una business combination hanno proposto investimenti più limitati per poter restituire qualcosa agli azionisti nell'immediato e rimborsare gli eventuali recessi. Un modo che i promotori hanno per cercare un voto positivo in assemblea e limitare i recessi», dice Strocchi: «Ma si può lavorare anche sulla modifica dei meccanismi di conversione delle azioni dei promotori o sull'introduzione di warrant aggiuntivi».

In ogni caso, oggi serve una serie di accorgimenti. «Per esempio prevederei un tempo più limitato per concludere l'acquisizione, non più di 16 mesi. Poi prevederei un'opzione put a favore dei soci, a uno strike vicino al prezzo di ipo. In questo modo non si darebbe la possibilità agli speculatori di entrare. E poi vantaggi per i promotori dovrebbero essere riparametrati su quanto effettivamente investito».

Strocchi comunque crede che più che cercare di aggiustare un

modello di Spac che ha mostrato delle criticità determinate da rigidità strutturale, sia meglio innovare del tutto. Così non è detto che per forza si debba prima quotare una Spac, aspettare dei mesi, trovare la target e fondere le due. Dopo la nostra pionieristica Made in Italy¹, con cui abbiamo investito in Sesa, abbiamo raccolto capitali con bond emessi da società non quotate rimborsandoli poi, con il consenso discrezionale dei sottoscrittori, in azioni e warrant delle target, determinandone il primo flottante in accesso al listino. Così abbiamo fatto nel caso dei due veicoli Ipo Challenger applicati a **Italian Wine Brands** e a **Pharmanutra**. In ultimo abbiamo addirittura evitato di costruire prima il veicolo che raccogliesse i capitali, introducendo la figura del cornerstone investor attorno al quale aggregare altri investitori, utilizzando una piattaforma fintech. Abbiamo battezzato questa procedura Spac-inCloud, utilizzando la piattaforma Elite Club Deal di Borsa Italiana e grazie all'intervento del cornerstone investor Ipo Club, abbiamo quotato Digital Value».

Il successo di un modello o di un altro può essere misurato anche dai ritorni che gli investitori nei singoli veicoli Spac o simil-Spac hanno portato a casa. Il calcolo, però, ha spiegato Strocchi, «è molto complicato, perché non è una mera questione di confronti tra prezzi di carico delle azioni. Il meccanismo dell'esercizio dei warrant e della conversione delle azioni speciali dei promotori in azione ordinarie cambia di continuo il numero delle azioni che costituisce il capitale delle aziende target, così come ha un impatto importante l'eventuale distribuzione di dividendi straordinari che rappresenta la quota di rimborso delle riserve, se la Spac ha investito meno di quanto raccolto inizialmente». Ma questa è ovviamente soltanto una parte della storia, perché il resto la fanno le capacità professionali dei promotori, le attitudini degli imprenditori e manager, i fondamentali economici dell'azienda

target e l'andamento generale dei mercati finanziari. Risultato? Analizzando le Spac che a oggi hanno già condotto una business combination, **Electa** Venturs ha calcolato che c'è chi ha guadagnato oltre il 160% all'anno, portando a casa due volte il capitale e chi invece ha perso ben più del 10%. (riproduzione riservata)

QUELLE CHE HANNO INVESTITO E QUELLE CHE DEVONO ANCORA INVESTIRE

Nome	Data quotazione Spac	Capitale raccolto milioni euro	Target acquisito o annunciato	Quotazione target
▼ ITALY 1 INVESTMENTS SA	Jan-11	150	IVS spa	May-12
▼ MADE IN ITALY 1 SPA	Jun-11	50	Sesa spa	Feb-13
▼ IPO CHALLENGER (1)	nd	52	Italian Wine Brands spa	Jan-15
▼ SPACE	Dec-14	130	Fila spa	Jun-15
▼ INDUSTRIAL STARS OF ITALY	Jul-13	50	Lu-Ve spa	Jul-15
▼ GREENITALY 1 SPA	Dec-14	35	Zephyro spa (ex Prima Vera)*	Dec-15
▼ CAPITAL FOR PROGRESS 1	Sep-15	51	GPI	Dec-16
▼ GLENALTA FOOD	Nov-15	80	Gruppo Orsero	Feb-17
▼ SPACE 2 (3)	Jul-15	155,15	Avio spa	Apr-17
▼ INDUSTRIAL STARS OF ITALY 2	May-16	50,5	SIT group	Jul-17
▼ IPO CHALLENGER 1 (1)	nd	20	PharmaNutra	Jul-17
▼ SPACE 3 (2)	Apr-17	152,85	Aquafil	Dec-17
▼ EPS (3)	Aug-17	75	ICF Group	May-18
▼ CRESCITA	Mar-17	130	Cellular Italia	Jun-18
▼ GLENALTA	Jul-17	100	Gruppo CFT	Jul-18
▼ SPACE 4	Dec-17	500	Guala Closures	Aug-18
▼ INNOVA ITALY 1	Oct-16	100	Fine Foods&Pharmaceuticals	Oct-18
▼ SPAC-IN-CLOUD (10)	Nov-18	22,5	Digital Value	Nov-18
▼ ARCHIMEDE (9)	May-18	47	Net Insurance	Dec-18
▼ SPAXS	Jan-18	600	Illimity	Mar-19
▼ GEAR	Mar-19	30,5	Comer Industries	Mar-19
▼ ALPI (8)	Feb-18	100	Antares Vision	Apr-19
▼ SPRINT ITALY (4)	Jul-17	150	SICIT	May-19
▼ INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 (6)	Oct-17	150	Salcef Group	nd
▼ SPACTIV	Oct-17	90	nd	nd
▼ VEI 1	Feb-18	100	nd	nd
▼ LIFE CARE CAPITAL	Mar-18	140	nd	nd
▼ GABELLI VALUE FOR ITALY	Apr-18	110	nd	nd
▼ EPS EQUITA PEP2	May-18	75	nd	nd
▼ THESPAAC	Jul-18	60	nd	nd
▼ CAPITAL FOR PROGRESS 2 (5)	Aug-17	65	ABK Group	nd
▼ IDEAMI (7)	Dec-17	250	Gruppo Agrati	nd

Capitale raccolto milioni euro

Totale raccolto (al netto dei 150 mln raccolti dal feeder fund IpoClub)	3.871,50
Totale investito (al netto dei rimborsi e dei recessi)	2.750,50
Totale ancora da investire (azzurro)	725,00
Totale già allocato in business combination annunciate ma non ancora concluse (in azzurro, grassetto e corsivo)	575,00
Totale ancora da investire e non ancora allocato (in azzurro, solo grassetto)	150,00
Totale non andato a buon fine (lilla) e rimborsi	396

*delistata dopo opa da parte di Edison;

(1) tecnicamente non si tratta di una Spac, ma di una pre-booking company non quotata, che ha emesso obbligazioni destinate a essere convertite in azioni della target potenziale in occasione dell'ipo della target

(2) in origine ha raccolto 308 milioni, poi è stata scissa al momento della business combination e a Space 3 sono stati apportati 152,85 milioni

(3) in origine ha raccolto 150 milioni, ma è stata scissa al momento della business combination e a EPS Equita PEP SPAC2 è stato apportato metà del capitale

(4) business deliberata, su un totale raccolto di 150 mln euro sono stati investiti 100 mln e rimborsate riserve per 37,5 mln euro (al netto dei recessi)

(5) business combination deliberata, ma recessi sopra la soglia; Spac trasformata in società di investimento e ribattezzata Capital For Progress 2 Single Investment spa. Sottoscriverà round di Copernico Holding

(6) business combination deliberata, su un totale raccolto di 150 mln, saranno investiti 100 mln e rimborsate riserve per un massimo di 50 mln (se zero recessi)

(7) business combination deliberata, ma non è stato raggiunto il quorum deliberativo per l'assemblea in sede straordinaria

(8) sono stati investiti raccolti 100 mln e investiti 79 mln euro; rimborsate riserve per 31 mln

(9) fusione effettiva dal 31 dicembre 2018 (Netinsurance era già quotata all'Aim Italia)

(10) tecnicamente non si tratta di una Spac, perché non è stato strutturato un veicolo di investimento, bensì è stato organizzato un club deal sulla piattaforma Spac-in-Cloud di Elite Club Deal di Borsa Italiana

Fonte: BeBeez private data - <https://privatedata.bebeez.it>

GRAFICA MF-MILANO FINANZA