

10

Tra il 2018 e il 2019 sono nate complessivamente 10 Spac (nove nel 2018, alle quali se ne è aggiunta una nella prima metà dell'anno in corso). Di queste 10, solo 5 hanno trovato la Pmi target

Finanza
 Le Spac
 occasione
 mancata:
 1 miliardo
 incassato
 e mai investito

Meneghello — a pag. 11

Spac, la festa è finita Ancora da spendere quasi un miliardo

FINANZA PER LE IMPRESE

Nel 2018-2019 ne sono nate dieci, ma solo cinque hanno trovato dove investire

Testati i primi correttivi: formule snelle, tempi brevi e un azionista di riferimento

Matteo Meneghello

MILANO

È sufficiente scorrere l'elenco delle ultime proposte per capire che c'è qualcosa che non funziona nel mondo delle spac italiane. Nel 2018 se ne sono quotate nove, alle quali se ne aggiunge una nella prima metà dell'anno in corso. Di queste dieci, solo cinque hanno individuato un target. L'altra metà del lotto è ancora alla ricerca e, nel caso estremo di Prima lending, il roadshow, inizialmente programmato per ottobre dell'anno scorso, è stato rimandato in attesa di un miglioramento della situazione di mercato.

Lo strumento sembra essersi lasciato alle spalle la stagione migliore, quella inaugurata dal pioniere Italy 1 investments (di diritto lussemburghese, promossa tra gli altri da Vito Gamberale, Carlo Mammola e Roland Berger) che ha raccolto un centinaio di milioni, quotando Ivs nel giro di un anno e mezzo. Protagoniste dell'età dell'oro anche le spac Space 1, Space 2, Space 3 e Space 4, in grado di portare alla quotazione Fila, Avio, Aquafil e Guala Closures, con raccolte tutte superiori ai 100 milioni di euro (500 milioni nel caso di Guala). «C'è stato un calo generalizzato delle Ipo, soprattutto per quelle di medie e grandi dimensioni - spiegano Carlo Pagliani ed Edoardo Supert, due dei fondatori di Space -. Noi abbiamo sempre guardato a target di un certo livello, e nei primi anni con quattro operazioni siamo riusciti a raccogliere 930 milioni, immettendoli in società con 2-2,4 miliardi di market cap. Ma all'inizio c'era meno competizione».

La stagione della raccolta

L'euforia degli esordi ha portato molti altri attori ad affacciarsi sul mercato, attori che hanno raccolto capitali che poi, nel mezzo della crisi del 2018, non sono più stati canalizzati verso un obiettivo. Considerando i 3,7 miliardi raccolti, i 2,3 investiti e le operazioni già annunciate ma in attesa di essere formalmente concluse c'è quasi un miliardo di euro ancora in cerca di un obiettivo.

«Siamo in una fase di maturazione del sistema - osservano Pagliani e Supert -. Le ultime iniziative, a differenza delle proposte iniziali, come per esempio le nostre, sono state quasi tutte indirizzate verso l'Aim, che, essendo non regolamentato, soffre di problemi di liquidità e di maggiore volatilità, rese più evidenti in questa fase congiunturale». Ma non è solo una questione di tempistica. «Per le spac c'è ancora molto spazio, ma si renderanno necessari dei cambiamenti - concludono -. Va migliorato, in particolare, l'allineamento degli interessi dei promotori, degli investitori e degli imprenditori. I

multipli di conversione delle nostre azioni speciali sono sempre stati tra i più bassi del mercato: ridurli può essere una strada per dare nuovo spazio alle spac, perché cambia il modo in cui il mercato valuta lo strumento. Stiamo attraversando una fase riflessiva, ma questo non significa che i benefici della spac non siano evidenti».

Verso un tagliando

Della necessità di un «tagliando» allo strumento è convinto anche Simone Strocchi, managing partner di Electa Ventures, pioniere delle spac italiane, promotore di veicoli come Madeinitaly 1, Ipochallenge, Ipochallenge1, fino al format «spac in cloud», con cui ha portato sul mercato azionario rispettivamente Sesa, Iwb, Pharmnutra e Digital Value. «Le spac tradizionali, dopo i successi del 2013-16, si sono moltiplicate in un momento di forte trazione dei mercati - spiega -; nel 2017 c'è stata una grande raccolta, ma nel 2018 i mercati sono andati in tensione e la spac si è dimostrata una proposta rigida. Oggi si sono testati con successo refitting e modelli evoluti, facendo tesoro della curva di apprendimento di questi anni». Un punto centrale, anche per Strocchi, è il riequilibrio dei rapporti tra promotori, investitori e target. «Con il tempo - spiega - diritti e subordinazioni iniziali hanno trovato sintesi diverse e i promotori hanno traslato e posticipato alcuni diritti per accompagnare maggiormente la società target, proponendosi più come soggetti determinati ad aspettare che il valore riscontrato sul mercato sia effettivamente liquidabile».

Le spac di Electa Ventures hanno studiato «presidi a tutela del valore per azione della società quotata - spiega Strocchi - qualificando parte delle azioni mantenute dall'imprenditore in *price adjustment share*, che portano alla riduzione della relativa partecipazione qualora non siano raggiunti determinati obiettivi di redditività». Altro elemento di rigidità è il time to market. «I 18-24 mesi - prosegue - in una fase di mercato turbolenta possono essere troppi. Con i nostri modelli evoluti, fino alla spac in cloud, li abbiamo drasticamente ridotti». Con spac in cloud, la società che decide di quotarsi e i promotori negoziano i termini e le condizioni d'investimento coinvolgendo un investitore principale, disposto a partecipare in maniera significativa,

per circa il 20-30% del book totale. L'offerta viene quindi aperta a investitori istituzionali e professionali iscritti nella piattaforma fintech, che completano in questo modo il pre-book. «Un cornerstone investor dà maggiore stabilità e conforto agli investitori» spiega Strocchi, convinto che i correttivi testati siano utili per rilanciare lo strumento.

Anche il legislatore potrebbe fare la sua parte. «C'è appetito per l'economia reale - spiega - potrebbe essere utile qualche agevolazione fiscale mirata, costruita per premiare più l'iniezione di capitale che l'approccio speculativo. Auspico investimenti nella formazione: non servono solo imprenditori in gamba, che fortunatamente abbiamo, ma anche risparmiatori informati e gestori value, per un rinnovato sodalizio tra risparmio e impresa».

La lezione americana

Attilio Arietti, amministratore delegato di Industrial Stars of Italy (la terza edizione della spac porterà a novembre in Borsa Salcef, azienda che ha raccolto 150 milioni di euro nonostante il periodo di difficoltà del mercato) è reduce dalla Spac conference di New York e vede nell'evoluzione del mercato Usa un'anticipazione di quanto sta succedendo e succederà in Italia. «Le spac - spiega - restano per le imprese del nostro Paese un eccellente strumento di quotazione accelerata, che si coniuga perfettamente con la cultura della media azienda. Nel biennio 2012-2013 il mercato ha accolto con molta cautela e qualche perplessità le prime Spac, tra cui Industrial Stars of Italy. Un'ondata di ottimismo ha poi aperto le porte a una crescita repentina e incontrollata del fenomeno Spac durante la quale il mercato, senza fare distinzioni tra team esperti e team alla prima esperienza, ha riversato sulle Spac un ammontare di capitali anche superiore a quello che le potenziali operazioni potessero assorbire».

Per Arietti «è ora tempo di una nuova fase di selezione e consolidamento del settore, mentre gli investitori, divenuti più esperti, stanno imparando a discernere tra i progetti Spac. Un'esperienza analoga ha vissuto il mercato americano che, dopo un periodo di assestamento, vede oggi le Spac raggiungere volumi mai visti prima. Da questa fase di consolidamento le Spac torneranno a crescere nel nostro Pae-

se, verosimilmente con meccanismi nuovi, come già Indstars 3 ha proposto con l'operazione Salcef, e altre innovazioni che alcuni operatori Spac stanno studiando».



SIMONE STROCCHI

Managing partner di Electa, ha inventato la formula della «spac in cloud»



ATTILIO ARIETTI

Ad Industrial Stars of Italy, pensa che la spac resti un'ottima via per Ipo accelerate



CORRADO PASSERA

Ad di Illimity, protagonista della maggiore operazione avvenuta in Italia

PAROLA CHIAVE

Spac

Società veicolo

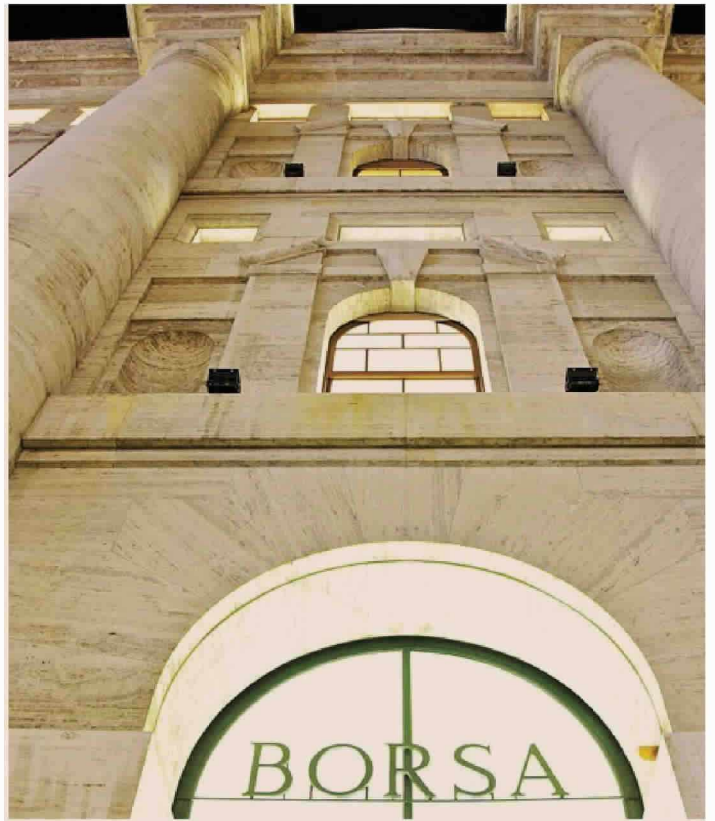
Le Special Purpose Acquisition Company, da cui l'acronimo di Spac, sono veicoli, privi di attività operative, che vengono costituiti da un team di promotori per raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione in borsa. Tali capitali sono destinati ad essere successivamente impiegati per un'operazione di acquisizione di una società target, mediante qualsiasi modalità, inclusa l'aggregazione mediante conferimento o fusione. Ad esito dell'operazione, le azioni della società target verranno quotate in Borsa. La spac ha un determinato orizzonte temporale per il completamento della Business Combination, alla scadenza del quale viene liquidata

L'universo delle Spac

Capitale raccolto e investito dalle spac italiane e società target in milioni

NOME	CAPITALE RACCOLTO milioni di €	CAPITALE INVESTITO milioni di €	TARGET ACQUISITO
Made in Italy 1	50	42	Sesa spa
Ipo Challenger ⁽²⁾	52	42	Italian Wine Brands spa
Space	130	100	Fila spa
Industrial Stars of Italy	50	50	Lu-Ve spa
GreenItaly 1	35	26	Zephyro spa (ex Prima Vera)
Space 2 ⁽⁴⁾	154	154	Avio spa
Capital for Progress 1	51	51	Gpi
Glenalta Food	80	74	F.Ili Orsero
Industrial Stars of Italy 2	50,5	50	Sit group
Innova Italy	100	100	Fine Foods & Pharmac. Ntm S.p.A.
Ipo Club ⁽⁵⁾	120	13	N.d.
Space 3	154	154	Acquafil
Crescita	130	118	Cellularline
Ipo Challenger 1	20	20	pharmanutra
Glenalta 2	98	89	Cft S.P.A.
Sprint Italy	150	97	Sicit Group
Eps ⁽⁶⁾	77,3	77	Icf Group Salcef
Industrial Stars of Italy 3 ⁽⁶⁾	150	468,7	Guala Closures S.p.A.
Space 4	500	562	Illimity Bank S.p.A.
Spaxs	600	69	Antares Vision S.p.A.
		22,5	Digital Value S.p.A.
		30	Comer Industries S.p.A.
		2.397	
Alp.I	100		
Ipoc 2 / Digital Value ⁽⁷⁾	22,5		
Gear 1	30		
Spactiv	90		
Capital for Progress Single Investment ⁽⁸⁾	3,06		
IdeaMi ⁽⁹⁾	250		
VEI 1	100		
Life Care Capital	140		
Gabelli Value for Italy	110		
EPS 2 ⁽⁹⁾	72,7		
TheSpac	60		
	3.717,3		

(1) Considerata l'evoluzione della spac in "prebooking company", ha emesso obbligazioni rimborsabili in azioni + warrant.
 (2) Inizialmente 300 mio, di cui 154 destinati a BC Avio e 154 mln scissi a Space 3 con cui è stata realizzata l'operazione su Acquafil.
 (3) Tecnicamente non si tratta di una Spac, ma di un fondo chiuso. Ideato da Ilecta e Azimut.
 (4) modificata la denominazione sociale e lo statuto trasformando la società in Capital for Progress Single Investment S.p.A.
 (5) EPS inizialmente 150M di cui ca. 77M destinati a ICF Group e 73M scissi a EPS 2.
 (6) La prima proposta di business combination di IdeaMi con Agrati S.p.A. non ha trovato il consenso.
 (7) Digital Value è stata la prima società ad approdare al listino borsistico tramite SPAC in CLOUD.
 (8) L'11 luglio 2019 si è tenuta l'assemblea degli azionisti per approvazione della BC con Salcef Group.



Obiettivo Ipo. Spac protagoniste delle ultime quotazioni a Piazza Affari

