



SPAC TROPPE SCATOLE IN CERCA DELLA PREDÀ

SPAC A Wall Street l'anno scorso sono state quotate ben 613 scatole vuote, ma le business combination sono state solo 199. Il gioco dunque si fa rischioso. Tra le debuttanti ci sono anche quattro aziende italiane

Difficili combinazioni

STRUTTURA DELLE BUSINESS COMBINATION CON SPAC NEGLI USA

2021

Deals with PIPE	189 / 199 (95%)
Deals without PIPE	10 / 199 (5%)
PIPE Only	124 / 199 (62%)
PIPE + Forward	25 / 199 (13%)
PIPE + Backstop	10 / 199 (5%)
PIPE + Convertible Notes	7 / 199 (3.5%)
PIPE + Non-Redemption Agreement	5 / 199 (2.5%)
PIPE + Other Financing	18 / 199 (9%)
Other:	10 / 199 (5%)



2020

Deals with PIPE	44 / 64 (69%)
Deals without PIPE	20 / 64 (31%)
PIPE Only	35 / 64 (55%)
PIPE + Forward Purchaser	6 / 64 (9%)
PIPE + Non-Redemption Agreements	3 / 64 (5%)
Forward Purchaser Only	3 / 64 (5%)
Other Equity Financing	9 / 64 (14%)
No Disclosed Equity Financing	8 / 64 (12%)



Nota: PIPE = Private Investment in Private Equity, contratto che impegna un gruppo di investitori a investire un certo ammontare di capitale nelle azioni della Spac quotata, in vista della business combination con la società target non quotata; nel 2021 sono state concluse 199 business combination contro le 64 del 2020

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Freshfields - 2021 De-Spac debrief

di **Stefania Peveraro**

Nei giorni scorsi ben due scaleup italiane sono finite nell'orbita di due spac (special purpose acquisition company) americane. Una di queste, D-Orbit, specializzata in space logistics, debutterà al Nasdaq grazie alla business combination con la spac Breeze Holdings Acquisition Corp. Mentre l'altra, Brumbrum, piattaforma di e-commerce italiana di auto usate, è stata acquisita da Cazoo holdings, piattaforma di e-commerce di auto leader in Europa, a sua volta quotata al Nyse dallo scorso agosto, a seguito della business combination con la spac Ajax I. L'anno scorso altre due società italiane sono sbarcate a Wall Street grazie alle spac. Il caso più noto è

quello del gruppo italiano di abbigliamento di lusso uomo Ermengildo Zegna spa che si è integrata con la spac Investindustrial Acquisition Corp, promossa da Investindustrial, il gruppo di private equity fondato da Andrea Bonomi; e un altro caso è stato quello del gruppo specializzato in micromobilità Helbiz, che ha chiuso la business combination con la spac GreenVision. In precedenza, nel 2019, c'era stato il caso di Kaleyra, gruppo italiano specializzato nella fornitura a livello globale di servizi di messaggistica mobile per banche e aziende che si è quotata al Nyse, grazie alla business combination con la spac GigCapital, specializzata nel settore Technology, Media and Telecom. In effetti negli Usa le spac conti-

nuano a imperversare come strumento utile per portare in quotazione società, senza dover fare i conti con gli umori del mercato: secondo Spac Insider nel 2021 sono andate in quotazione 613 spac, un numero impressionante anche per quel mercato. Si tratta di un numero quasi 2,5 volte quello delle 248 quotazioni di spac del 2020 e il capitale raccolto è stato di ben 162,5 miliardi di dollari contro gli 83,4 miliardi dell'anno prima, con una dimensione media delle Spac lo scorso anno di 265 milioni contro i 336 milioni del 2020. E in queste prime settimane del 2021 il trend è ancora più marcato, con già 23 spac quotate per un totale di 5,2 miliardi di dollari raccolti, pari a circa 225 milioni per ciascun veicolo.

I numeri sono però ben più contenuti sul fronte delle business

combination, che secondo i calcoli dello studio legale Freshfields, sono state 199 nel 2021, seppure in grande aumento rispetto alle sole 64 concluse nel 2020. Negli ultimi mesi, infatti, si sono moltiplicate le spac che non sono riuscite a condurre la business combination oppure che, per chiudere con successo l'operazione, hanno dovuto fare molto più affidamento del previsto sui capitali raccolti con contratti Pipe (private investment in private equity), cioè di impegno di investimento in azioni della spac già quotata da parte di un gruppo di nuovi investitori, per controbilanciare il numero di recessi in arrivo da parte dei soci delle spac, che non intendevano votare in assemblea a favore dell'operazione proposta. Anche qui i numeri forniti da Freshfields sono impressionanti: su 199 business combination concluse nel 2021, ben 189 (cioè il 95%) prevedevano la sottoscrizione di un Pipe e, di questi, 65 prevedevano altri tipi di finanziamenti aggiuntivi. Nel 2020, invece, su 64 business combination erano state 44 (69%) quelle con Pipe. Ed è un bene che i promotori siano stati previdenti, visto che in media gli azionisti delle spac hanno chiesto il recesso per il 43% delle azioni sottoscritte. Non solo. Nel 40% dei casi, il recesso ha riguardato una percentuale del capitale compresa tra il 51% e il 90%.

«Ormai dotarsi di un Pipe in sede di raccolta di una spac è la normalità, perché è matematicamente certo che una buona fetta degli investitori della prima ora chiederanno di disinvestire al momento della business combination, indipendentemente da quale sarà la società target». Lo dice chiaro Luca Giacometti, che quanto a spac ha una bella esperienza, visto che è stato tra i promotori delle spac italiane Glenalta, Glenalta Food e Made in Italy 1 e della pre-booking company Ipo Challenger, che hanno tutte concluso una bu-

business combination e che ora è alla terza esperienza con una spac americana: dopo essere stato tra i promotori della spac Galileo Acquisition Corp che ha chiuso a settembre business combination con Shapeways Inc, una società statunitense specializzata in servizi di stampa in 3D, è tra i promotori della spac Americas Technology Acquisition Corp. quotata a dicembre 2020 e dedicata alla ricerca di una società o più target attive nel settore tech, media e tlc, e tra i promotori di Galileo 2 Acquisition 2 corp ancora in raccolta. E continua Giacometti: «Gli investitori recedono in massa perché nel frattempo hanno portato a casa un buon guadagno, rappresentato dal fatto che chi sottoscrive azioni di una spac si trova assegnati di norma dei warrant gratuiti e perché, in cambio dell'aver affidato alla spac della liquidità, hanno diritto al pagamento di un tasso di interesse. Non c'è da stupirsi, quindi, se al momento della business combination moltissimi investitori escono e reinvestono in un'altra spac che nel frattempo è in raccolta, mettendo da un lato a rischio l'operazione e dall'altro pompando il mercato delle nuove spac.

Per i promotori, quindi, il rischio di perdere soldi se non si trovano investitori alternativi è alto negli Usa. D'altra parte anche la potenziale remunerazione è molto alta, perché di norma le azioni speciali dei promotori vengono automaticamente convertite in azioni ordinarie al momento della business combination per ben il 20% con un concambio molto premiante. In ogni caso negli Stati Uniti la spac sta diventando un gioco pericoloso e sempre più per grandi istituzioni che hanno le spalle grosse e capacità di raccolta di denaro che per persone fisiche, come invece era iniziato tutto». In effetti all'inizio quello delle spac era

un mercato appannaggio di singoli manager-imprenditori della finanza che decidevano di mettersi in gioco personalmente e sfruttare le loro relazioni per raccogliere i capitali e lanciare la loro spac.

D'altra parte «che l'abbondantissima e acclamata raccolta delle spac non avrebbe avuto una scontata e concretizzabile capacità di impiego a successo era immaginabile. Nel nostro piccolo in Italia ci eravamo già passati, con la bulimia di raccolta delle spac del 2017-2018 cui seguirono una serie di liquidazioni di spac senza successo di business combination. Ragione per cui noi avevamo fatto evolvere il modello spac in prebooking company, a mio avviso più equa, dinamica ed efficace», commenta Simone Strocchi, fondatore di [Electa Group](#) e a sua volta promotore della spac Made in Italy 1, delle prebooking company della serie Ipo Challenger e del feeder fund Ipo Club, investitore in spac, prebooking company e club deal. Tuttavia, aggiunge Strocchi, «Sono convinto che le spac, americane o no, siano efficienti quando agiscono per lo più come un player locale, proprio perché i promotori delle spac che funzionano sono imprenditori di finanza che incontrano con capitali costruttivi imprenditori di economia reale. Penso che le formule di spac italiane ed europee, evolute in modelli autoctoni di pre-booking come le nostre ipo challenger, siano destinate a vincere sul territori nostrani rispetto alle proposte americane. Diciamo che forse data la complessità del nostro paese, seppur piccoli, per una volta ci siamo ritrovati precursori nell'aggiornamento ed evoluzione del modello spac che, sebbene nato negli Usa, sul mercato americano non ha ancora avuto una evoluzione tecnico propositiva che forse è ora di prendere in considerazione». (riproduzione riservata)



Andrea Bonomi
Investindustrial



Luca Giacometti
Ipo Challenger



Simone Strocchi
Electa group

SPAC QUOTATE NEGLI USA

Anno	Numero Spac	Totale raccolto (mln \$)	Dimensione media (mln \$)
2022 al 27/01	23	5.187,50	225,5
2021	613	162.537,00	265,2
2020	248	83.379,00	336,2
2019	59	13.608,30	230,6
2018	46	10.751,90	233,7
2017	34	10.048,50	295,5
2016	13	3.499,20	269,2
2015	20	3.902,50	195,1
2014	12	1.749,80	145,8
2013	10	1.455,30	145,5
2012	9	490,50	54,5
2011	15	1.081,50	72,1
2010	7	502,50	71,8
2009	1	36,00	36
Totale	1.110,00	298.229,4	

Fonte: Spac Insider

GRAFICA MF-MILANO FINANZA