

Prefazione

di *Andrea Vismara** e *Giulio Greco***

Dalla loro comparsa in Italia nel 2011, le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) hanno contribuito positivamente allo sviluppo dei mercati finanziari, permettendo a molte società di quotarsi in Borsa, approcciare e sviluppare una cultura finanziaria differente, rispetto a ciò cui erano abituate visto lo stretto legame con il tradizionale canale di finanziamento bancario, consentendo agli investitori istituzionali presenti sul mercato *equity* di investire la liquidità disponibile a basso rischio e con un'alternativa di *exit* sicura.

In Italia le SPAC nascono e si sviluppano infatti in un preciso momento storico, caratterizzato dalla contemporanea presenza di due elementi distintivi: elevata liquidità in capo agli investitori istituzionali e definite iniziative governative volte allo sviluppo dei mercati dei capitali, in particolare delle piccole e medie imprese, come i Piani di Incentivazione del Risparmio (PIR) che nel biennio 2017-2018 hanno canalizzato oltre 20 miliardi di euro. Nell'ambito di tale favorevole contesto di mercato, la technicalità del diritto di recesso – prezzo certo e pari al prezzo di sottoscrizione, e quindi *exit* garantita per gli investitori dissenzienti – non ha fatto altro che aumentare l'appeal dello strumento SPAC nei confronti del mercato e contribuirne al successo: dal 2011 al 2018 il capitale raccolto su AIM Italia relativo alle SPAC è più di 2,5 volte quello raccolto in tutte le altre società quotate sullo stesso mercato.

Le SPAC rappresentano poi un fenomeno positivo per l'economia italiana perché hanno convinto molti imprenditori ad approdare in Borsa, attraverso un processo di raccolta semplificato rispetto a quello delle IPO tradizionali e alla possibilità di un ingresso «soft» nel mondo della finanza mobiliare qual è quello su AIM Italia. Infatti solo quattro SPAC di diritto italiano si so-

* Amministratore Delegato Equita Group.

** Director Investment Banking Equita SIM.

no quotate sul mercato regolamentato (rispetto alle 22 su AIM Italia), con un processo di quotazione più complesso ed oneroso, e di queste solo tre hanno fatto domanda di ammissione al mercato principale, segmento STAR. Le SPAC rappresentano inoltre un fenomeno positivo per il mercato borsistico italiano in generale poiché, con 26 quotazioni di SPAC e conseguenti 16 *business combination* realizzate tra il 2012 ed il 2018, hanno nella sostanza compensato i 18 delisting di società italiane con capitalizzazione di mercato simile¹. Inoltre le SPAC hanno fornito un contributo particolare allo sviluppo del mercato AIM, incrementando la dimensione media in termini di capitalizzazione delle società quotate: la maggior parte delle *business combination* ha portato su AIM Italia società con capitalizzazione ben superiore (media pari ad €140 milioni) a quelle che mediamente sono approdate attraverso un collocamento iniziale (media pari a circa €40 milioni, SPAC escluse).

Ciononostante, la volatilità dei mercati finanziari domestici ed internazionali dell'ultimo anno e mezzo ha causato difficoltà ai fondi di investimento nella gestione delle partecipazioni in PMI ed in particolare nelle SPAC, a causa della loro intrinseca illiquidità, in quanto gli stessi hanno dovuto fronteggiare i riscatti da parte dei loro sottoscrittori. Ciò ha da un lato determinato il progressivo disinvestimento dalle SPAC di alcuni investitori – molte di quelle che non hanno ad oggi annunciato una *business combination* trattano a prezzi inferiori a €10 per azione, con performance negative dal momento della quotazione –, e dall'altro acuito l'approccio selettivo degli stessi nella valutazione degli asset, con conseguente sempre maggior esercizio del diritto di recesso in sede di approvazione della *business combination* come dimostrano i recenti casi di Agrati/IdeaMi e ABK/Capital for Progress 2.

È quindi una alternativa potenzialmente percorribile ripensare le impostazioni di massima delle SPAC, in modo da renderle ancora più *market friendly* e smussare alcune caratteristiche ancora troppo sbilanciate in termini di effetti diluitivi. Un esempio in tal senso si è già concretizzato all'annuncio della *business combination* di Alpi con Antares Vision, dove i promotori hanno ridefinito i termini dell'operazione in modo da allineare maggiormente i propri interessi a quelli del mercato in generale attraverso lo spostamento a valori più elevati delle soglie di prezzo per la conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie. Questa evoluzione dello strumento finanziario si rende necessaria per valorizzare le esperienze positive e di successo di alcune SPAC, come Made in Italy 1 e la sua *business combination* con SESA o SPACE con F.I.L.A., che

¹ In questo conteggio sono inclusi i *delisting* per OPA e per mancanza dei requisiti ai sensi dei regolamenti di Borsa Italiana, realizzati sui mercati MTA ed AIM nel periodo 2012-2018 con capitalizzazione compresa tra 50 milioni e 600 milioni di euro (minimo pari alla capitalizzazione di GPI – quale risultate dalla *business combination* con Capital for Progress – e massimo pari a quella di Guala Closures – quale risultate dalla *business combination* con Space 4).

dal momento della quotazione hanno registrato sovra-performance rispetto al mercato nel suo complesso (indice FTSE All-Share) rispettivamente di oltre il 125% e di circa il 25%.

Ancor di più se evolute per effetto di questo allineamento strutturale, le SPAC rappresenteranno nei prossimi anni una *asset class* di sicuro appeal per gli investitori ed uno strumento di finanziamento, incrementando le alternative al canale di finanziamento bancario tradizionale a disposizione degli imprenditori e quindi le possibilità di sviluppo e crescita delle medie imprese italiane e dell'economia reale.

Premessa

di *Gimede Gigante*

Il panorama finanziario italiano è profondamente cambiato dalla quotazione nel 2011 della prima SPAC, ma i principali motivi che hanno permesso al veicolo di riscuotere un certo successo in Italia, anticipando talvolta la dinamica del fenomeno in Europa, sono rimasti i medesimi. Il tessuto imprenditoriale italiano è, come noto, caratterizzato prevalentemente da imprese di dimensioni piccole o medie, ma – al tempo stesso – dotate di un buon grado di competitività, se non addirittura di leadership, anche a livello internazionale. Le contenute dimensioni delle imprese italiane contribuiscono a rendere il processo di quotazione sensibilmente più complesso e relativamente più costoso rispetto ad aziende di maggiori dimensioni: basti pensare ai rischi intrinseci all'accesso al mercato dei capitali, associati per esempio alle operazioni di *book building* o alla volatilità dei mercati, oppure ai costi derivanti dal rispetto degli obblighi informativi imposti dalla regolamentazione di settore¹.

L'adozione del «modello SPAC» si presenta come valida soluzione alle difficoltà sperimentate nella raccolta di capitale di pieno rischio dalle imprese, poiché la ricerca degli investitori viene gestita da un top management altamente qualificato e, in caso di fallimento dell'operazione, i costi di quotazione non ricadono sulla quotanda, ma sui promotori dell'iniziativa.

Un ulteriore aspetto che rende l'Italia un Paese interessante per le SPAC risiede nelle caratteristiche del settore bancario: a seguito delle crisi dei mutui *subprime* e dei debiti sovrani, questo è stato testimone di un notevole rallenta-

¹ Un aspetto degno di nota riguarda i tratti distintivi delle imprese generalmente coinvolte nelle *business combination*, per cui si registrano (i) *equity value* compresi in un intervallo relativamente ampio – seppur limitati rispetto ai valori richiesti per le quotazioni tradizionali – che va dai 70 ai 500 milioni di euro, (ii) fatturati considerevoli e (iii) importanti quote di mercato. Per fornire ulteriore colore, le valutazioni dell'*equity* delle *target* nelle operazioni già completate presentano una media di 180 milioni di euro ed una mediana di 140 milioni. Tale calcolo non include la fusione tra Spaxx e Banca Interprovinciale in considerazione della natura peculiare del business (operante nel settore delle *financial institution*).

mento, soprattutto in ragione delle consistenti quantità di *non performing loans* che appesantivano (e tutt'ora appesantiscono) il sistema. Sebbene un simile scenario abbia accomunato buona parte dei Paesi europei, il *credit crunch* ha sortito in Italia un effetto maggiore a causa della limitata esposizione delle imprese nazionali a strumenti alternativi al credito bancario. Ciò detto non può tacersi, per la sua evidenza pratica, come l'iniziale entusiasmo mostrato nei confronti delle SPAC sia stato sostenuto da ragioni quasi opportunistiche, come la possibilità per gli investitori istituzionali di «parcheggiare» la liquidità accumulata in un veicolo di investimento in cambio di un'opzione di crescita (con l'adesione alla *business combination*), ovvero di rimborso del capitale (in caso di recesso – v. *infra*), in un momento di tassi estremamente bassi e dunque con un costo opportunità decisamente contenuto.

Alla luce di queste brevi considerazioni le SPAC sembrano, almeno in potenza, potersi proporre come valida soluzione – alternativa alla finanza tradizionale – per le esigenze finanziarie delle imprese italiane. Sulla base di queste considerazioni, è verosimile ritenere che l'accesso al mercato tramite tale veicolo risulti meno dispendioso da un punto di vista di processo e rispetto ad una tradizionale operazione di quotazione.

Peraltro, l'eccellenza propria delle imprese italiane rende il mercato più interessante per future operazioni, specialmente in virtù delle forti barriere all'ingresso poste nei settori in cui tali società operano e, di conseguenza, della limitata competizione a cui le stesse fanno fronte nel panorama internazionale. Nell'attuale contesto competitivo, un percorso di crescita fondato su una struttura finanziaria più solida, come quello offerto da una SPAC, potrebbe avvicinarsi alle esigenze e alle caratteristiche del tessuto imprenditoriale del nostro Paese. Tale conclusione sembra essere confermata dalla iniziale reazione del mercato domestico, dove, soprattutto nel biennio 2016-2017, il «modello SPAC» ha suscitato grande interesse da parte dei promotori, degli investitori istituzionali e delle stesse imprese *target*. Più di recente l'entusiasmo iniziale sembra tuttavia scemare, sopito non solo dalla contingente situazione del mercato dei capitali, ma anche dalla difficoltà di incrociare «domanda» e «offerta» di investimento. Sintomo di tale disaffezione può ritrovarsi nell'assenteismo degli investitori in assemblea – peraltro nel caso italiano mai effettivamente contenuto, anche nei primi anni di maggior crescita del fenomeno –, di recente accompagnato da un crescente numero di recessi, rispetto all'adesione alla *business combination*; ma non solo. Vi sono infatti altri elementi, più strutturali, che possono aver contribuito a ridurre l'attrattività del «modello SPAC», fra cui senza dubbio la rigidità dello strumento, vincolato nelle sue scelte dalla misura minima dell'investimento, cui si accompagna la fisiologica diluizione dell'azionista «imprenditore» della società *target*, con conseguenti ulteriori impatti sulla *governance* aziendale, cui lo stesso imprenditore non sempre risul-

ta disponibile a sottostare. Sul punto si avrà motivo di ritornare più ampiamente anche nel seguito.

La presente ricerca – frutto di un continuo e intenso lavoro di riflessione, condivisione ed elaborazione di idee tra gli Autori – si propone di fornire un quadro di sintesi delle principali caratteristiche che connotano il «modello SPAC» in Italia, sul piano economico-finanziario e giuridico, pur in assenza di uno specifico quadro normativo a loro dedicato a livello nazionale. L'analisi viene condotta anche nel confronto con alcuni modelli di investimento alternativi, in particolare la partecipazione in fondi di investimento di *private equity*, dai quali lo stesso «modello SPAC» sembra a volte attingere, pur mantenendo un'autonomia e ben differenziata struttura, sia sul piano giuridico sia per finalità e modalità di investimento.

In tale prospettiva, lo studio del mercato e della normativa statunitensi, dove le SPAC sono nate e il relativo mercato si è sviluppato (ben prima che in Italia fosse quotata la prima SPAC) contribuisce ad un migliore inquadramento sistematico, utile alla identificazione dei tratti caratteristici che connotano la struttura giuridica ed economica di questi veicoli di investimento.