980 milioni di euro, di cui 550 lo scorso anno», continua Strocchi. «Di questi, 500 milioni sono finiti in operazioni già finalizzate: tenendo conto che il flottante delle società target si attesta in genere tra il 30 e il 50%, questo significa che in Borsa sono già arrivate nuove società per un valore superiore al miliardo di euro». A inizio settembre una sesta spac, Capital for Progress 1, ha trovato la propria target: Gpi, tra i principali fornitori di servizi informativi e amministrativi per le strutture sanitarie italiane pubbliche e private. Le assemblee delle due società dovranno ora approvare la fusione.

Come funziona

Un'operazione Spac avviene in due distinte fasi operative. Nella prima, i promotori (in genere ex manager di grandi aziende specializzati nelle valutazioni societarie e in grado di far da garanti presso operatori istituzionali) **propongono un veicolo con un target di raccolta** (finora tra i 35 e i 300 milioni di euro) con soglia minima di 100mila euro e un prezzo per singola azione stabilito per consuetudine pari a 10 euro. Una volta completata la raccolta la società viene quotata (in genere all'Aim Italia, sia per le dimensioni contenute sia per i costi inferiori di Ipo) con un orizzonte temporale predeterminato (tra i 18 e i 24 mesi) entro cui i promotori dovranno **trovare un'azienda** (la cosiddetta «società target») **con cui fondere la Spac stessa**. Un'assemblea della Spac, in cui saranno già delineati i criteri di fusione tra le due società, sancirà l'adesione al progetto: i soci che approvano l'operazione, una vola completata, si troveranno in portafoglio le azioni della nuova società (che beneficerà della cassa della Spac per poter continuare a crescere) e generalmente avranno in aggiunta nuovi warrant, mentre quelli dissenzienti potranno esercitare il diritto di recesso che avverrà a prezzi simili a quelli di sottoscrizione (cioè intorno a 10 euro). Insomma, un **procedimento semplice, lineare e trasparente per tutti i soci**. Tra le società con oltre 200 milioni di capitalizzazione di mercato, arrivate a Piazza Affari tramite la fusione con una Spac, possiamo annoverare **Fila** (437 milioni di market cap), **Ivs Group** (317 milioni) e **Sesa** (231 milioni). Una decima Spac intanto è in arrivo, sempre all'Aim Italia: Innova Italy 1, che ha tra i promotori gli ex ad di Enel Fulvio Conti e di Finmeccanica Alessandro Pansa, punta a una raccolta di 100 milioni di euro e a una società target di medie dimensioni con un equity value tra 150 e 300 milioni. Fulvio Conti è il presidente della società, Paolo Ferrario l'ad.

I vantaggi per chi investe...

«Innanzitutto occorre dire che la Spac è l'unico modo in cui un investitore privato può accedere a un investimento nell'economia reale in un contesto di pre-Ipo», spiega Strocchi. «Un'operazione che inoltre è munita di una **rete di salvataggio**: nel caso in cui la proposta d'integrazione con l'azienda target non piacesse, infatti, il sottoscrittore della Spac può, a propria discrezione, recedere dalla società e riavere indietro il proprio denaro».

Massimo Gionso, consigliere delegato di Cfo Sim

«La valutazione della business combination è sempre demandata agli azionisti», conferma **Anna Lambiase**, socio promotore di GreenItaly1, la prima Spac focalizzata sulla green economy. «Rispetto a un fondo di private equity la Spac offre una maggiore trasparenza informativa essendo uno strumento quotato in Borsa che peraltro prevede il coinvolgimento diretto degli investitori grazie all'assemblea per l'approvazione dell'operazione di investimento».

In secondo luogo vi è l'**incentivo dato dagli warrant**, strumenti in grado di moltiplicare il rendimento dell'operazione. «Il warrant rappresenta un boost dell'investimento», interviene **Massimo Gionso**, consigliere delegato di Cfo Sim che ha curato in qualità di joint bookrunner il collocamento di Glenalta a novembre. «Si tratta di diritti che vengono consegnati in parte al momento della sottoscrizione dei titoli della Spac e in parte all'atto della fusione. Visto che tipicamente il loro strike price viene fissato a 9,50 euro, i diritti hanno valore positivo già con l'azione nei dintorni di quel prezzo e quindi **entrano in guadagno ancor prima dell'azione**, con un effetto leva importante al crescere del valore del titolo». Visto lo scenario storico a tassi zero, l'investitore può anche abbandonare sistematicamente la Spac, recuperando di volta in volta l'intero capitale e tenersi gli warrant: alla fine può essere un guadagno abbastanza sicuro. «Forse si poteva agire così nelle prime Spac, ma ora ⏭

Come scegliere l'operazione giusta

Quali sono, nel prospetto di una Spac, i dati salienti cui prestare particolarmente attenzione? *Patrimoni* ha chiesto a **Massimo Gionso** di spiegare che cosa cercare nei documenti di presentazione di una Spac. «Innanzitutto i nomi dei proponenti, i cosiddetti promotori: se non li si conosce, di persona o di fama, è utile approfondire il loro cv. Se infatti si tratta di manager che hanno ricoperto incarichi importanti in aziende di primo livello, italiane o internazionali, è facile che i dossier di possibili società target vengano sottoposti a loro per primi. Viceversa, se sono personaggi di secondo livello, il rischio è che sulle loro scrivanie finiscano operazioni già scartate da altri, quindi società target di basso interesse. In secondo luogo controllare se esistono delle way out per uscire agevolmente dall'investimento, pur con qualche inevitabile penalizzazione. Se infatti l'investitore che ha partecipato all'Ipo, per una qualunque necessità personale, fosse costretto a dismettere la partecipazione, si troverebbe a dover vendere in un mercato poco liquido come l'Aim Italia, rischiando da una parte di schiacciare in modo evidente le quotazioni e dall'altra di impiegare comunque molto tempo». Diverse Spac hanno così introdotto nei propri prospetti la possibilità di cedere in blocco la partecipazione (cosiddetta put option) con uno sconto (penalty fee) prefissato a seconda del periodo di vita della Spac (per esempio: penalty fee del 5% se si esce entro i primi otto mesi, del 4% tra il nono e il 16esimo mese, del 3% oltre questo limite).

«Infine occorre fare attenzione alla remunerazione che i promotori si assegnano attraverso alcune tipologie di azioni, le cosiddette azioni speciali o di performance, che sono convertibili in ordinarie una volta portata a compimento la fusione con la società target. Più elevato è il loro ammontare, e quindi più azioni ordinarie questi si trovano in portafoglio, e meno allineati risultano gli interessi di promotori e investitori nella Spac, con i primi che si ritrovano un elevato gruzzolo derivante dal possesso dei titoli indipendentemente dalla bontà dell'operazione», conclude il consigliere di Cfo Sim.

T-spac_195.indd 51 17/10/16 20:23