LE SPAC ITALIANE: CONFRONTO CON L'ESPERIENZA USA E CON ALTRE FORME DI INVESTIMENTO IN AZIENDE NON QUOTATE

di Nicola Pegoraro[1]

- *Le SPAC ("Special Purpose Acquisition Company") sono veicoli finanziari che raccolgono capitali tra gli investitori al fine di acquisire società non quotate; hanno origine sul mercato statunitense e si sono diffuse in molte giurisdizioni a partire dagli anni 2000. In Italia, si registrano, dal 2011 al primo semestre del 2018, 29 operazioni della specie.*

- *L'articolo si propone di analizzare l'esperienza italiana alla luce di quella statunitense e fornire ulteriori spunti di riflessione mediante il confronto con altre forme di investimento in aziende non quotate, come i fondi di Private Equity ed i Club Deal.*

Introduzione

Una SPAC ("Special Purpose Acquisition Company") è un veicolo finanziario costituito da un gruppo di "promotori" per raccogliere da investitori finanziari (via una IPO o altro meccanismo) liquidità da destinare all'acquisizione di parte o della totalità del capitale di una società operativa non quotata (definita "target"), ancora non individuata al momento della raccolta del capitale.

I promotori (detti anche "sponsor") sono i soggetti chiamati a selezionare la target e a sottoporre agli investitori finanziari la proposta di perfezionare l'operazione (definita "business combination", spesso consistente in una fusione o fusione inversa con la target). Con la business combination, la target eredita dalla SPAC lo status di quotata, senza dover affrontare i costi e le problematiche relative alla quotazione.

La business combination, per essere finalizzata, deve ricevere l'esplicita approvazione degli investitori finanziari. Gli investitori che non approvano l'operazione possono anche chiedere il rimborso del capitale investito in fase di IPO (di solito attraverso un recesso, ma anche con altre modalità operative). Se nessuna business combination è finalizzata entro un termine predefinito (di solito entro 18-24 mesi), la SPAC viene messa in liquidazione e la liquidità restituita agli investitori finanziari e ai promotori.

Tipicamente (almeno nell'esperienza italiana), i promotori, una volta portata a

termine l'IPO, sono proprietari di azioni speciali (convertibili in azioni ordinarie ma solo a determinate condizioni, prive di diritto di voto e postergate alle azioni ordinarie o ai titoli in mano agli investitori finanziari) e/o di "sponsor warrant", mentre gli investitori finanziari sono proprietari di azioni ordinarie (se si è proceduto ad una vera e propria IPO come nella maggioranza dei casi) o di altri titoli (di solito obbligazioni convertibili se non si è passati per una IPO) e "market warrant". Sponsor warrant e market warrant danno diritto a sottoscrivere azioni ordinarie a determinate condizioni ma sono titoli diversi (di solito i termini degli sponsor warrant sono più favorevoli per il portatore, rispetto a quelli del market warrant).

Il presente contributo si propone di analizzare l'esperienza italiana alla luce di quella statunitense e fornire ulteriori spunti di riflessione mediante il confronto con altre forme di investimento in aziende non quotate, come i fondi di Private Equity ed i Club Deal. Per un'analisi più approfondita dei meccanismi di funzionamento della SPAC e dei soggetti coinvolti nell'operazione, si rimanda sull'articolo "Le SPAC: analisi legale e fiscale dello strumento" pubblicato su questo stesso numero di Lettera Assiom Forex.

Origine dello strumento

Le SPAC hanno origine sul mercato statunitense. La loro introduzione negli anni 80, come "Blank Check Company", società che si quotavano senza dare una precisa indicazione sui progetti a venire o le possibili acquisizioni da compiere, è stata però contraddistinta da scandali, abusi e frodi[2], tanto che sono stati necessari due interventi normativi per moralizzare e regolamentare (per quanto sommariamente) il settore. Si tratta, in particolare, del Penny Stock Reform Act del 1990, che prevedeva tra l'altro, nella sua Sezione 508, obblighi informativi in favore degli azionisti circa le società di acquisire, e della Rule 419 adottata dall'organo di vigilanza sui mercati finanziari americani, la SEC, nel 1992. Quest'ultima ha introdotto tre regole essenziali:

1) la maggior parte del ricavato dal collocamento doveva essere depositato su un conto vincolato non disponibile agli amministratori fino al completamento della business combination;

2) i soci dovevano specificamente approvare l'operazione proposta;

3) qualora non si fosse proceduto alla business combination entro un termine temporale prefissato (di 18 mesi), la società doveva essere posta in liquidazione ed i fondi restituiti agli azionisti.

Anche se la Rule 419 è effettivamente applicabile solo a piccole emissioni (meno di USD 5 milioni), essa è diventata un modello di riferimento, tanto che le SPAC collocate negli ultimi 15 anni hanno volontariamente adottato regole statutarie allineate allo spirito della norma (sia negli Usa sia in Italia).

La nuova regolamentazione comportò, nell'immediato, il quasi totale blocco del fenomeno delle Blank Check Company, ma permise, negli anni 2000, il rilancio di questa tecnologia finanziaria. Risale al 2003 l'IPO di quella che viene comunemente definita la prima SPAC moderna, NationsHealth. Con alti e bassi, le SPAC sono diventate un comparto importante del mercato azionario USA, per quanto molto volatile e poco trasparente.

Fonte:Dealogic e E&Y

Il concetto di SPAC si è poi diffuso oltre i confini USA. Nel 2005 si quota la prima SPAC europea (sull'AIM di Londra); negli anni successivi le SPAC compaiono un po' ovunque nel mondo (Olanda, Corea del Sud, Germania, Canada, Malesia, Nuova Zelanda, Italia, …).

Le SPAC in Italia: confronto con l'esperienza USA

La prima SPAC ad essere quotata in Italia è stata Italy 1 Investments SA nel gennaio 2011. Si trattava di un veicolo societario di diritto lussemburghese (Société Anonyme), l'unico caso in cui non si sia utilizzato un veicolo societario italiano (dalla seconda operazione in poi saranno sempre utilizzate Società per Azioni).

Dal 01/01/2011 al 30/06/2008, 27 operazioni sono state portate sul mercato, con il periodo intercorrente tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018 che ha visto un vero e proprio boom delle quotazioni per numero ed importo. Le operazioni diventano 29 se si considerano nell'insieme anche IPO Challenger e IPO Challenger 1, che hanno utilizzato un meccanismo diverso dal collocamento pubblico di azioni per la raccolta del capitale inziale[3]. Tra dicembre 2017 e febbraio 2018 sono state lanciate, tra le altre, le tre operazioni di dimensioni maggiori della storia del comparto in Italia: IdeaMi, Space 4 e Spaxs, rispettivamente di 250, 500 e 600 milioni Eur. Prima del 2017, invece, il comparto ha effettivamente avuto volumi molto limitati.

Fonte: dati AIFI

In termini di mercato di quotazione, due sono state le scelte dei promotori al momento dell'IPO: il MIV (Mercato di Borsa Italiana dedicato degli Investment Vehicles) e l'AIM Italia (dedicato alle piccole imprese)[4].

Mentre, post business combination, gli approdi naturali per la quotazione sono AIM Italy per le aziende di piccole dimensioni e MTA per quelle più capitalizzate (spesso sul segmento STAR). Ricordiamo che il MIV accoglie esclusivamente SPAC (prima della business combination), veicoli finanziari, fondi alternativi, di private equity o immobiliari.

Altro elemento di rilievo che emerge dai dati relativi alle operazioni e che differenzia l'esperienza italiana da quella statunitense è la sostanziale assenza di aziende andate in dissesto poco dopo la business combination (al più si rileva una sola società che ha evidenziato dati reddituali negativi ed imprevisti, ma non certo un vero e proprio dissesto) e di SPAC messe in liquidazione.

Le performance di borsa al 30/06/2018 del mercato italiano possono certamente dirsi soddisfacenti, in particolare per le SPAC collocate fino al 2015. E' stato da poco varato un indice, lo SPAC Index , a cura di First Capital, che misura la performance delle azioni ordinarie e dei market warrant delle SPAC italiane e che permette di ricostruire l'andamento del fenomeno SPAC a partire dal 2011. L'indice viene calcolato in due modalità: Value Weighted (ponderato per la capitalizzazione di borsa) e Price Weighted (ogni azione è equi-pesata).

Fonte: First Capital (newsletter Value Caps Insight) - base 100 il 31/12/2010

Come si può ben vedere dal grafico di cui sopra, le performance dal 31/12/2010 al 30/06/2018 sono state ampiamente superiori a quelle dell'indice FTSE All Share. Una considerazione sulla divergenza (pari ad oltre 15 punti) tra la performance dell'indice equi-pesato e quella della versione dell'indice che tiene conto del differente capitale raccolto in IPO (Value Weighted): tale differenziale di rendimento si giustifica con il maggior peso rappresentato dalle operazioni di maggiori dimensioni (in particolare le IPO a cavallo delle fine del 2017, IdeaMI, Space4 e Spax) nell'indice Value Weighted, rispetto a quello Price Weighted. Tali IPO, essendo al 30/6/2018 ancora molto recenti (con la business combination ancora da perfezionare), non potevano che esibire una performance non molto distante dalla parità, con il conseguente "annacquamento" del risultato complessivo dell'indice "Value Weighted".

Una situazione molto diversa troviamo, invece, sul mercato USA.

Carluccio-Conca (2018) individuano negli USA, nel periodo 2003-2018 e su un campione di 229 operazioni (su un universo di 288):

- 77 deal (il 33,5%) che si sono conclusi con la messa in liquidazione (tra questi sono 32 quelli collocati nel 2007, anno di scoppio della grande crisi finanziaria),

- 31 operazioni (il 14%) che sono in attesa di approvazione da parte dei soci o di finalizzazione,

- 44 società (il 19%) che hanno evidenziato un "Bad Balance Sheet"[5] dopo avere perfezionato la business combination,

- "solo" 77 operazioni (il 33,5%) andate a "buon fine", con società oggi in buona salute finanziaria.

Vulanovic (2017)[6], che rielabora i dati presentati in studi precedenti sul settore, analizza un campione rappresentativo di 105 SPAC, collocate negli USA nel periodo 2003-2013 e che siano arrivate alla business combination (escludendo quindi quelle poste in liquidazione o andate in dissesto prima della business combination), con risultati abbastanza sconfortanti: delle 105 SPAC esaminate, al 30/6/2016, solo il 41,9% era ancora quotato, il 36.20% era da considerarsi in dissesto e il restante 21.90% era stato acquisito e delistato (con esiti incerti per la maggior parte delle società). La performance media buy and hold ad un anno dalla business combination era in media pari al -40%. L'analisi evidenzia due altri aspetti tipici del contesto USA:

- il costo molto rilevante sopportato dalle SPAC per remunerare i collocatori in fase di IPO, che è risultato essere pari al 6,92% (in linea con quello delle IPO di PMI USA), contro un livello dell'ordine dell'1-2% nel contesto italiano,

- il frequente ricorso ad indebitamento bancario o obbligazionario, con il 25% delle SPAC che utilizza la leva finanziaria prima della business combination (i dati empirici, in linea con la teoria, confermano che le società più indebitate sono anche quelle più soggette a dissesto).

Kolb/Tyková (2016) arrivano a risultati simili, concentrandosi sul confronto SPAC/IPO "tradizionali" negli USA. Rispetto alle aziende che si quotano direttamente via una IPO, quelle che arrivano in borsa via una business combination con una SPAC:

- evidenziano cash-out superiori (in pratica, gli azionisti della target vendono quote, più che cercare nuovi capitali),

- hanno indici contabili (indebitamento, redditività) molto peggiori,

- mostrano un minor coinvolgimento di operatori di Private Equity o di Venture Capital nell'azienda operativa (che sembrano preferire la quotazione diretta delle loro partecipate come ideale way-out),

- mostrano una performance di lungo termine nettamente inferiore.

Non siamo stati in grado di reperire indici pubblicamente disponibili ed aggiornati relativi a SPAC statunitensi, anche se risulta essere stato pubblicato per alcuni anni un indice, il Morgan Joseph Acquisition Company Index, il cui calcolo è stato interrotto nel 2014 e che, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, fornisce dati di performance molto positivi; l'indice, a differenza delle elaborazioni di cui sopra che si propongono di valutare la performance dell'investimento nelle azioni anche dopo la business combination, si proponeva di misurare la performance delle azioni solo dalla fase di IPO alla business combination, in occasione della quale l'azione veniva rimossa dal paniere. Su conclusioni almeno in parte coerenti arrivano Vulanovic/Lakicevic (2013), secondo cui l'effetto annuncio della business combination è particolarmente positivo, specie per i portatori di warrant; tuttavia, tale boost alla performance dura piuttosto poco: dopo 12 mesi, la performance peggiora drasticamente.

Non è solo la letteratura scientifica a mettere in questione il comparto delle SPAC statunitensi. Secondo Alex Gavrish[7], il comparto delle SPAC statunitensi è "rischioso" e "poco trasparente"; gli investitori che volessero affacciarsi sul settore dovrebbero procedere con attenzione e cautela, dal momento che i dissesti sono all'ordine del giorno e i ritorni spesso negativi. In questo caso, i consigli del gestore sono:

- evitare i deal piccoli e puntare su quelli di grandi dimensioni (aziende target con un Enterprise Value pari ad almeno USD 1 mld),

- preferire aziende target che siano operative da molto tempo e che abbiano esibito nel tempo una certa resilienza,

- aspettare 6 o 12 mesi dall'annuncio di una business combination prima di procedere all'investimento.

Queste indicazioni sono coerenti con gli esiti delle ricerche citate in quest'articolo.

In termini di lag temporale tra quotazione iniziale della SPAC e quotazione della società post business combination, i dati ci dicono che i promotori italiani sono nettamente più veloci dei loro colleghi statunitensi a portare in borsa la società target, come evidenziato nella tabella che segue.

Periodo intercorrente tra IPO e perfezionamento della Business Combination

	USA (mesi)	ITALIA (mesi)
Media	20	16
Mediana	22	16
Minimo e massimo lag riscontrato	5-30	9-24

Fonte: Carluccio-Conca (2018) per gli USA e AIFI per l'Italia

Altro fattore caratterizzante l'esperienza italiana è la "serialità" di alcuni promotori che hanno portato sul mercato più di una operazione. Tra i promotori più attivi si evidenziano il team di Space Holding (Italia, Subert, Erede, Mion/altri) con 4 operazioni, Giacometti/altri, Cavallini/Arietti, Carlotti e Strocchi con 3[8], Capuano ed Equita/Private Equity Partners con 2. In due casi (Space 2/Space 3 e EPS Equita PEP/EPS Equita PEP 2), l'operazione che ha generato il nuovo veicolo è stata una scissione da una precedente SPAC che aveva investito solo parzialmente il capitale a disposizione e che ha utilizzato la parte non investita per costituire il nuovo veicolo e avviarsi ad una nuova business combination.

Anche negli USA, si riscontrano alcuni fenomeni di serialità e di specializzazione, anche se questi sono riferiti più alle banche di investimento che assicurano il collocamento e molto meno agli sponsor: EarlyBirdCapital, Morgan Joseph, Ladenburg Thalmann, Chardan Markets, Maxim Group, Gun Allen Financial sono tutte piccole banche di investimento che si sono specializzate nel settore e che hanno collocato molte SPAC; degno di nota il fatto che negli USA, secondo il già citato Vulanovic (2017), le operazioni curate dalle piccole banche di investimento specializzate e focalizzate su aziende medio-piccole si sono rivelate più problematiche, generando più dissesti e minori ritorni, rispetto a quelle curate da banche di investimento di grandi dimensioni e più note e centrate su aziende target di maggiori dimensioni.

Un'ulteriore differenza tra l'esperienza USA e quella italiana può essere ravvisata nella tecnologia giuridica e finanziaria impiegata. Mentre in Italia le caratteristiche delle SPAC sono rimaste piuttosto costanti nel tempo e si può dire che le diverse operazioni portate sul mercato nel periodo 2011-2018 si assomiglino molto tra loro sul piano dell'ingegneria finanziaria e societaria (con l'eccezione delle strutture IPO Challenger), questo non si può certo dire per l'esperienza USA, dove una varietà di soluzioni sono state tentate nel tempo.

Murray (2017), attraverso una schedatura approfondita delle IPO di SPAC negli Usa tra il 2003 ed il 2015, evidenzia come le caratteristiche delle operazio-

ni abbiano una naturale tendenza ad evolvere nel tempo e ad adeguarsi alle condizioni di mercato e come oggi si possano individuare due schemi operativi prevalenti. Il primo, scelto spesso per operazioni di piccole dimensioni, prevede il voto degli azionisti per autorizzare la business combination, la remunerazione dei promotori a mezzo di azioni speciali convertibili in ordinarie a condizioni di favore, limiti temporali per finalizzare la business combination più brevi, liquidità derivante dall'IPO vincolata al 100% . Il secondo, tipicamente utilizzato in deal di maggiore importanza, prevede l'utilizzo di sponsor warrants, il differimento di parte della remunerazione dei collocatori fino all'approvazione della business combination e l'utilizzo di offerte di scambio ("tender offer") a cui l'azionista può decidere di aderire (al posto del tradizionale voto assembleare con diritto di recesso).

Rodrigues/Stegemoller (2011) avevano analizzato in dettaglio, prima di Murray (2017), la costante evoluzione della struttura legale e finanziaria delle SPAC USA, alla ricerca di un equilibrio tra gli interessi dei promotori, dei collocatori e degli investitori.

Negli USA, la costante ricerca di innovazione ha riguardato anche la stessa natura dell'investimento da perfezionare: non più solo partecipazioni azionarie, ma anche asset reali o rami di azienda (in particolare, flotte, singole navi o piattaforme petrolifere). Niente di simile nella casistica italiana, dove ci si è limitati, almeno fino ad ora, all'acquisto di partecipazioni azionarie.

Per completezza, segnaliamo che un'analisi comparata tra modello statunitense ed italiano, dal punto di vista legale e societario, è stata realizzata da D'Alvia (2017).

SPAC, fondi di Private Equity e Club Deal: un confronto

Al fine di capire più in dettaglio i meccanismi di funzionamento delle SPAC in Italia, può essere utile confrontare il loro funzionamento a quello dei fondi di Private Equity e a quello degli investimenti effettuati in modalità Club Deal. Le tre modalità operative condividono alcune caratteristiche, ma restano forme di investimento molto diverse.

È chiaro che i promotori delle SPAC possono benissimo essere anche gestori di fondi di private Equity o sponsor di *Club Deal*[8] (quasi sempre lo sono o lo sono stati), in quanto le professionalità e le competenze richieste sono spesso coincidenti: si tratta di individuare attività finanziarie di valore e con buone prospettive, da acquistare a prezzi interessanti. Detto questo, si possono però delineare ampie differenze a livello di:

- orizzonte di investimento
- way-out dall'investimento
- remunerazione del promotore/gestore
- trasparenza
- diversificazione degli investimenti
- Strumenti finanziari acquistati
- Implicazioni per la società acquisita

Per ragioni di concisione e semplicità, ne analizziamo le differenze nello schema che segue.

SPAC, Private equity e Club Deal a confronto

	SPAC (Italia)	Fondo di Private Equity	Club Deal
Orizzonte di investimento	L'investimento nella target avviene di solito entro 24 mesi, le prospettive di apprezzamento delle azioni si valutano nell'arco di 5-6 anni	da 4 a 10 anni, con possibilità di estendere il rimborso agli investitori in specifiche casitiche	Variabile in dipendenza dell'investimento
Way-out dall'investimento	La quotazione in Borsa permette la liquidabilità dell'investimento	Variabile: quotazione, cessione ad altra società o fondo, anche il riacquisto da parte di altri soci	Variabile: quotazione, cessione ad altra società o fondo, anche il riacquisto da parte di altri soci
Remunerazione del promotore/ gestore	Prevalentemente dalla conversione delle azioni speciali in ordinarie e dall'esercizio degli sponsor warrant, raramente in forma di commissioni fisse	Commissioni di gestione e di performance, oltre a Transaction Fees/Portfolio Company Fees[10]	Variabile
Trasparenza	L'acquisto della target è sottoposto all'approvazione degli azionisti e illustrato nei dettagli; post business combination , si applicano le regole in vigore per le aziende quotate	I gestori agiscono spesso di iniziativa e forniscono semmai una reportistica ex-post	L'acquisto della target è sottoposto all'approvazione degli investitori
Diversificazione degli investimenti	Nessuna, si tratta quasi sempre di un solo investimento	Elevata, spesso con regole di concentrazione da rispettare	Nessuna, si tratta quasi sempre di un solo investimento, salvo eccezioni[11]
Strumenti finanziari acquistati	Azioni ordinarie	Azioni/ obbligazioni/ titoli ibridi o mezzanini	Azioni /obbligazioni /titoli ibridi o mezzanini
Implicazioni per la società acquisita	La target si ritrova quotata e a volte con della liquidità supplementare per finanziare lo sviluppo	Variabili, dalla quotazione all'assunzione di indebitamento finalizzato alla remunerazione degli investitori	Variabili, dalla quotazione all'assunzione di indebitamento finalizzato alla remunerazione degli investitori

Uno dei temi più interessanti ed analizzati è certamente quello dei costi a carico degli investitori e degli incentivi a gestori/promotori, con i relativi conflitti di interesse. È difficile determinare se la SPAC sia, per un investitore, più o meno conveniente di un Fondo di Private Equity, dal momento che i meccanismi di remunerazione prevalenti sono molto diversi nei due comparti.

La remunerazione dei promotori della SPAC

La remunerazione dei promotori della SPAC è quasi dipende da:

- il perfezionamento della business combination che rende possibile la conversione delle azioni speciali in ordinarie,

- l'apprezzamento dell'azione post-business combination che rende esercitabili gli Sponsor Warrant (i warrant in mano ai promotori, con un regolamento diverso dai Market Warrant in mano a chi ha sottoscritto l'IPO) e possibile la piena conversione delle azioni speciali in ordinarie, quando tale conversione è, almeno in parte, condizionata ad un apprezzamento delle azioni quotate oltre il prezzo di sottoscrizione in IPO.

Va notato che le azioni speciali prevedono la convertibilità in azioni ordinarie con rapporti variabili da 1:5 a 1:8, pertanto molto favorevoli per i promotori e molto diluitivi (sfavorevoli) per gli azionisti ordinari. Una buona comprensione di tali meccanismi è, pertanto, importante[12]. Il trasferimento di ricchezza implicato dalla conversione delle azioni speciali in ordinarie al momento della business combination (di solito parziale, vedi gli esempi a seguire), dal momento che si verifica per il solo fatto di avere perfezionato la business combination, ma senza alcun riferimento alla performance dell'investimento nel medio/lungo termine, può essere considerata come una remunerazione di tipo fisso e non variabile (per quanto condizionata e non automatica). Nilsson (2018) vede proprio nella conversione alla business combination uno dei punti in cui il conflitto di interesse tra investitori e promotori è particolarmente forte.

Per una miglior comprensione di questo aspetto, ho preparato una tabella che esamina le recenti IPO di SPAXS, SPACE4 e IdeaMi solo dal punto di vista della remunerazione dei promotori.

Remunerazione dei promotori delle 3 maggiori SPAC collocate in Italia

	Esercizio degli Sponsor Warrant	Conversione delle azioni speciali in ordinarie	Altre commissioni
IdeaMi (250 mil)	Non previsti	al rapporto di conversione di 1 speciale:6 ord.: • per il 20% alla business combination • per il resto solo al raggiungimento di alcune soglie di prezzo entro 48 mesi	Eur 250.000 p.a. come remunerazione per l'attività di selezione delle potenziali target, in favore del promotore Deacapital
SPACE4 (500 mil)	Entro 10 anni dalla business combination, ad un prezzo di esercizio di 13 Eur (IPO a 10 Eur)	al rapporto di conversione di 1 speciale:4,5ord.: • per il 35%, alla business combination • per il resto solo al raggiungimento di alcune soglie di prezzo (se non raggiunte: conversione al 60° mese al rapporto di 1:1)	0,4% del ricavato in IPO (pertanto Eur 2 mil) + Eur 50.000,- annui, come remunerazione per l'attività di selezione delle potenziali target ed altri servizi, in favore del promotore Spaceholding
SPAXS (600 mil)	Non previsti	• 20% al rapporto di 1 speciale:6 ord., alla business combination • il restante 80% ad un rapporto di 1:8, ma solo se il prezzo di borsa dell'azione raggiunge Eur 15, entro 48 mesi dalla business combination.	Non previste

In conclusione, è chiaro che in scenari di forte rivalutazione dell'azione quotata, la diluizione che subiscono gli azionisti ordinari in favore dei promotori (e pertanto il trasferimento di ricchezza che ne consegue) diventa molto forte. Tuttavia, in scenari meno buoni per l'azione, la remunerazione dei promotori si contrae in maniera rilevante.

La remunerazione dei gestori dei fondi di Private Equity

Nel caso dei fondi di Private Equity, la remunerazione dei gestori, come delineato da AIFI (2012) e Phalippou/Rauch/Umber (2016), è tipicamente costituita da:

- una parte fissa, ossia le commissioni di gestione, dell'ordine dell'1,5-2% (per altro pagate sull'intero importo impegnato dai sottoscrittori per il periodo di investimento e poi solo sul NAV), a cui si sommano altre componenti addebitate al fondo dai gestori o da soggetti ad essi collegati, come le set-up fees (legate al lancio del fondo), abort fees (legate ad operazioni non finalizzate), due diligence fees e altre;

- una parte variabile, ossia le commissioni di performance (spesso pari al 20%

dell'over-performance rispetto ad un hurdle rate fissato convenzionalmente), da calcolarsi su tutta la vita del fondo (pertanto anche 10 anni);

- ulteriori costi (spesso fissi) come le non trascurabili Transaction Fees/Portfolio Company Fees (vedi la nota della tabella "SPAC, Private equity e Club Deal a confronto"), la cui opportunità è controversa.

Rispetto al caso delle SPAC, il costo implicito nei fondi di Private Equity risulta essere meno dipendente dalla performance dell'investimento; tuttavia, va considerato che la commissione variabile di over-performance nel Private Equity dipende dal rendimento effettivo incassato dall'investitore (non dal semplice apprezzamento del prezzo dell'azione su un mercato di limitata liquidità come può essere il caso per le SPAC) ed è calcolata su un intervallo temporale di lungo termine (di solito maggiore di quello utilizzato dalle SPAC); sotto questi aspetti, essa sembra consentire un maggior allineamento tra gli interessi degli investitori finanziari e dei gestori, rispetto a quanto reperibile nella maggioranza delle SPAC.

Conclusioni

L'esperienza delle SPAC italiane si può dire sostanzialmente positiva, anche se alcuni miglioramenti sono ipotizzabili sul piano della remunerazione dei promotori (e del relativo conflitto di interesse tra questi e gli investitori finanziari) e sulla tecnologia finanziaria utilizzata (suscettibile di qualche innovazione). Il comparto italiano si discosta comunque radicalmente da quello statunitense, valutato da letteratura scientifica e operatori come problematico e non trasparente.

Anche nella comparazione con altre forme di investimento in aziende non quotate come i club deal e i fondi di Private Equity, le SPAC italiane si caratterizzano come una forma di investimento molto omogenea e connotata da un elevato grado di trasparenza, anche se alcuni meccanismi di remunerazione di lungo termine prevalenti nel Private Equity sembrano determinare un maggior allineamento di interessi tra investitori finanziari e promotori/gestori e potrebbero costituire un modello vs cui orientarsi.

Note:

[1] I contenuti dell'articolo sono riferibili unicamente all'autore ed esprimono la Sua personale opinione al 30 agosto 2018, non impegnando il proprio datore di lavoro o le istituzioni di appartenenza.

[2] del genere di quelli descritti nei film "1 Km da Wall Street/Boyler Room" e "The Wolf of Wall Street", per intenderci.

[3] Sono state offerte "privatamente" (non mediante quotazione su un MTF o mercato regolamentato) obbligazioni convertibili in azioni e warrant della target company, da individuarsi successivamente al collocamento delle obbligazioni. Si tratta di un modello operativo diverso da quello prevalente in Italia, ma che ha punti di contatto con l'esperienza USA. Complessivamente le due operazioni hanno raccolto 72 mil Eur.

[4] Il MIV prevede requisiti di quotazione leggermente più stringenti dell'AIM, in primis il deposito presso Consob di un Documento di Registrazione, ai sensi del regolamento di attuazione del D. Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'articolo 4 del regolamento (CE) n. 809/2004-come successivamente modificati.

[5] Nel citato studio, si considerano avere un "Bad Balance Sheet" le società il cui bilancio evidenzia uno dei seguenti parametri:
-EBITDA negativo
-Patrimonio netto negativo
-PFN/PN>2
-PFN/EBITDA>4

[6] Esiti confermati anche in Vulanovic/Shachmurove (2018).

[7] Alex Gavrish è il CEO di Etalon Capital (piccola società di investimento specializzata in strategie value ed event-driven) e segue il mercato delle SPAC; le dichiarazioni sono state gentilmente rilasciate all'autore.

[8] Comprese le due operazioni IPO Challenger e IPO Challenger 1.

[9] In un Club Deal diversi soggetti (high net worth individuals, investitori istituzionali, holding di partecipazione) coinvestono insieme in un'azienda (attraverso l'acquisto di azioni/obbligazioni/titoli ibridi) e si attengono a regole simili a quelle di un patto di sindacato, con le quali accettano di investire e di disinvestire di comune accordo e, di solito, in maniera coordinata. Rispetto ad un investimento mediato da un fondo, nel club deal gli investitori decidono singolarmente di effettuare lo specifico investimento, attenendosi poi alle regole convenute tra loro.

[10] Sono commissioni pagate dalle società partecipate dal fondo in favore della società di gestione o dei general partners (gestori) del fondo che siedono in consiglio o per il loro ruolo attivo nell'investimento.

[11] Come nel caso dell'operazione EPIC, proposta da Mediobanca ai propri clienti corporate, UHNWI o HNWI e in cui la stessa Mediobanca coinveste con fondi propri; in EPIC un team di gestori professionali propone una pluralità di investimenti in un arco temporale di qualche anno ad un pool di investitori, i quali hanno fornito preliminarmente un light commitment (ossia una disponibilità di massima ad investire), ma devono approvare singolarmente ogni investimento, effettuato con un veicolo dedicato e non tramite un unico fondo di investimento.

[12] Il documento di registrazione o il documento di ammissione, utilizzati nella prassi italiana, contengono alcune simulazioni della diluizione subita dagli azionisti ordinari ad opera dei promotori in vari scenari di mercato.

Bibliografia

AIFI- Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, "L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence", 2012, disponibile su https://www.aifi.it
Borsa Italiana, "MIV - Il Mercato degli Investment Vehicle", Giugno 2012
Borsa Italiana, "Regolamento dei Mercati Organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A"., versione del 25/06/2018
Carluccio Emanuele Maria / Conca Valter, "Struttura e performance delle Spac: evidenze empiriche", atti del convegno "Go public or go private:il ruolo delle spac: verso nuovi modelli di approccio e gestione", 1.03.2018
D'Alvia Daniele, "SPAC: limiti e prospettive tra hard law e soft law", Rivista del Diritto Societario, Giappichelli Ed., 4/2017
Del Maso Elena, "Nasce l'indice delle SPAC", Milano Finanza, 02/03/2018
Dorini Leonardo, "NPL, shadow banking e come è cambiato per le imprese il modo di trovare capitali", Sole 24 Ore, 19/06/2018
EY,"PE Firms returning to special-purpose vehicles", PE Hot Topics, EYGM Ltd, febbraio 2018
Ferrando Marco/Galvagni Laura, "Spac, il tesoretto da 2,5 miliardi adesso scotta", Sole 24 Ore, 05/06/2018
First Capital, Value Caps Insight, luglio 2018, reperibile via www.firstcapital.it/newsletter.html
Galvagni Laura, «Per le Spac serve la svolta, una fase due», Sole 24 Ore, 06/06/2018
Ilacqua Fabio, Marani Andrea, "Nuovo mercato dedicato alle Special Investment Vehicles", Gianni, Origoni, Grippo & partners, legal update, capital markets, maggio 2010
Jorgensen Christian , "SPAC: An Introduction to the Special Purpose Acquisition Company", sul blog della Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, 13/11/2016
Kolb, Johannes / Tykvová, Tereza (2016), "Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes", Journal of Corporate Finance, 40/2016
Lenzi Paolo, "Sulla piacioneria un po' ruffiana delle SPAC", Econopoly del Sole 24 ore, 23/11/2017
Martino Christian, "Borsa e PMI, Spac inutili se speculative", Plus-Sole 24 ore, 28/07/2018
Murray James S., "Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations", Review of Integrative Business and Economics Research, Vol. 6, No. 2, pp.1-27, aprile 2017.
Nilsson G. Okutan, Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies, European Business Organization Law Review, June 2018, Volume 19, Issue 2, pp 253–274
Pellegrini Davide, "La stagione delle SPAC: cenni in merito all'operatività del veicolo e riflessioni di carattere fiscale", Approfondimenti, diritto bancario.it, marzo 2018
Phalippou Ludovic / Rauch Christian / Umber Marc P., "Private Equity Portfolio Company Fees" Journal of Financial Economics, Volume 129, Issue 3, September 2018, Pag. 559-585
Piana Luca, "Lo shopping dei fondi in Italia nel 2018 già 77 acquisizioni", La Repubblica, 30/07/2018
Rodrigues, Usha and Stegemoller, Mike, "Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACS", UGA Legal Studies Research Paper No. 11-12, 24/10/2011.
Sattin Fabio L., "Private equity, le opportunità per un vero decollo in Italia", Sole 24 Ore, 22/06/2018
Ursino Gianfranco, "Cosa c'è dietro il successo delle Spac", Plus-Sole 24 Ore, 30/06/2018
Vulanovic Milos/ Lakicevic, M., "A story on SPACs", Managerial Finance, 39(4), pp.384–403, 2013
Vulanovic Milos, "SPACs: post-merger survival", Managerial Finance, Vol. 43 Issue: 6, pp.679-699, 2017
Vulanovic, Milos/Shachmurove, Yochanan, "SPAC IPOs", ZBW- Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-InformationszentrumWirtschaft, , Kiel und Hamburg (di prossima pubblicazione in "Oxford Handbook of IPOs" a cura di Douglas Cumming and Sofia Johan)