

## Il caso/4

LE ALTRE OPZIONI DI MERCATO

# Accesso in Borsa più veloce con la «scorciatoia» della Spac

### È veicolo di raccolta dei capitali e integrandosi porta un'impresa alla quotazione

PAGINA A CURA DI  
**Alessandro Germani**

La Spac (special purpose acquisition company) rappresenta un'evoluzione del private equity e della quotazione in borsa, avendo numerosi punti di contatto con entrambi. Ma, come tutte le innovazioni finanziarie, si prefigge di superare i limiti e le criticità dei modelli a cui si ispira. Vediamone il meccanismo per apprezzare le differenze rispetto agli altri due.

Amontee esiste un gruppo di promotori (sponsor) che, sulla base del track record di cui gode, e dunque della propria credibilità sul mercato, raccoglie ingenti capitali attraverso la costituzione e l'immediata quotazione in borsa di un veicolo, che è appunto la Spac. Sotto questo profilo essa è paragonabile alla newco tipica di un'operazione di Lbo (leveraged buyout). Senonché, mentre in quella struttura vi è un massiccio ricorso alla leva finanziaria per dotare la newco delle risorse, fra cui anche il debito, necessarie ad acquisire una determinata target, nella Spac la raccolta è effettuata in borsa mediante una Ops (offerta pubblica di sottoscrizione) e quindi si è nell'esclusivo ambito dell'equity. Il comune denominatore con il private equity è l'individuazione di una business combination, ovvero di una target con cui verrà attuato un processo di integrazione, mediante un'acquisizione dell'azienda o, molto spesso, una fusione per incorporazione, di tipo diretto o inverso.

La Spac rappresenta quindi un'evoluzione della quotazione in quanto è la Spac stessa che viene quotata in fase di costituzione e raccolta delle risorse finanziarie. Generalmente tale quotazione avviene sul segmento Miv (cosiddetto mercato telematico degli investment vehicles) o sull'Aim. A seguito poi della business combination, la fusione della target nella Spac consente alla prima di assumere lo status di società quotata tipico della seconda.

Il processo deve avvenire in un ristretto orizzonte temporale (12/24 mesi), durante il quale la business combination è sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Gli investitori della Spac contrari all'operazione potranno recedere ed essere rimborsati del loro capitale. Se poi il numero di azionisti contrari all'operazione dovesse eccedere una determinata soglia, la business combination non verrà completata e gli investitori otterranno il rimborso del capitale unitamente a una minima remunerazione.

Esistono, quindi, una serie di punti di contatto, ma anche di divergenze, rispetto al private equity. Le analogie appaiono le seguenti:

- risulta fondamentale il track record e la reputazione dei promotori per la riuscita dell'operazione;
- si richiede il coinvestimento del management team nell'iniziativa;
- non esiste un target pre-identificato di investimento;
- la remunerazione del management team risulta in parte legata ai risultati, avendo esso diritto ad azioni speciali e warrant della business combination.

Le differenze rispetto al private equity sono invece le seguenti:

- l'investimento nella Spac è quotato e quindi dotato di elevato grado di liquidità, mentre quello in un fondo di private equity è sostanzialmente illiquido;
- il versamento avviene in un'unica so-

luzione nella Spac, mentre nel private equity si opera attraverso i richiami (drawdown);

- la Spac prevede un unico investimento con un effetto di concentrazione, a differenza del private equity che effettua una serie di investimenti e quindi consente una maggior diversificazione;
- il meccanismo di remunerazione tipico del private equity delle management fees che spettano alla Sgr non si ravvisa nella Spac;
- la Spac garantisce sempre la possibilità di exit grazie alla quotazione, che rende l'investimento maggiormente liquido e liquidabile.

Vediamo adesso i vantaggi dalla scelta dell'impresa target di integrarsi con una Spac. Si tratta di una modalità alternativa e preferibile di accedere alle risorse tipiche di una quotazione in borsa in maniera più veloce e certa. In caso di quotazione, infatti, l'impresa dovrà negoziare il prezzo di emissione con il mercato e sottostare a tutte le incertezze tipiche del bookbuilding. Invece, operando attraverso l'integrazione con la Spac, l'impresa potrà negoziare il prezzo di emissione direttamente con i promotori della Spac. Quindi beneficerà di ingenti risorse da destinarsi alla crescita negoziando "privatamente" i termini della sua quotazione. Rispetto alle operazioni di private equity la Spac garantisce una minore conflittualità. L'intervento di un fondo impone, infatti, l'introduzione delle classiche clausole di covendita (tag along e drag along) che possono generare forti dissidi al momento in cui le stesse dovranno essere attivate dall'una o dall'altra parte. Con la Spac, invece, non si ravvisa tutto ciò, per di più un elemento di particolare rilievo è costituito dal fatto che esiste sempre una exit naturale data dalla possibilità di vendere le azioni sul mercato, che mitiga fortemente l'insorgere di qualsiasi conflitto.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**In alternativa.** L'opzione della prebooking company

## Le obbligazioni a breve bypassano la fusione

Lo sviluppo delle Spac è connesso all'evoluzione dei Pir e alla conseguente necessità di ampliare il numero di Pmi quotate. Le disposizioni sui Pir prevedono, infatti, che almeno il 70% del piano sia investito in imprese italiane o estere (Ue o See) con stabile organizzazione in Italia. Di questo 70% almeno il 30% deve riguardare imprese non incluse nell'indice Ftse Mib o indici equivalenti di altri mercati regolamentati.

Accanto a questa declinazione in negativo, già presente e riconfermata anche dalla legge di bilancio per le emissioni dei Pir dal 1° gennaio 2019, ve ne è un'altra che costituisce una delle novità della recente legge di bilancio. Essa richiede che il 5% del 70% (ovvero il 3,5%) debba essere investito in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione. Questa previsione senza alcun dubbio impone che vi sia un numero sempre più elevato di Pmi che accedono a Mtf quale l'Aim. Pertanto a fronte di un'esigenza tale la Spac, quale strumento che consente di condurre alla quotazione la business combination, appare la risposta più adeguata alla necessità di quotazione delle Pmi nazionali.

Lo sforzo di far approdare in borsa un numero sempre maggiore di imprese è l'obiettivo del programma Elite promosso da Borsa Italiana. È un programma internazionale di supporto alle imprese in rapida crescita che combina training, tutoraggio e accesso a fonti di finanziamento alternative e che attualmente è arrivato a ricomprendere circa mille imprese.

Tornando alla Spac e alle sue evoluzioni, bisogna dar conto che sul mercato, accanto al classico modello, si sta registrando l'utilizzo di una modalità alternativa, quella della cosiddetta prebooking company. In questo caso la newco emette delle obbligazioni a breve termine destinate ad essere convertite in azioni della società oggetto di quotazione. Quindi, prima

si identifica la target e poi si effettua la quotazione, conferendo una maggior certezza al processo, perché con la Spac tradizionale l'investitore non ha la possibilità di conoscere al momento della quotazione la business combination, che in molti casi non è stata neppure individuata. Il processo appare comunque più rapido in quanto, in assenza di fusione e limitandosi ad una mera conversione delle obbligazioni in azioni, non c'è il termine di 60 giorni per l'opposizione dei creditori ex articolo 2503 del Codice civile. La fusione comporta poi, tipicamente, l'insorgere di un disavanzo che dovrà essere allocato fra le poste dell'attivo, tipicamente fra i cespiti, le immobilizzazioni immateriali oppure imputato ad avviamento. Essendo l'operazione di fusione fiscalmente neutrale, gli ammortamenti derivanti dall'imputazione del disavanzo saranno indeducibili, a meno che non si opti per il riallineamento dei valori fiscali con quelli civilistici ex articolo 172, comma 10-bis, del Tuir. Ma ciò risulta oggi di scarsa convenienza in presenza di un'aliquota Ires del 24 per cento. La prebooking company appare quindi un'evoluzione della Spac in quanto consente di bypassare la fusione e le conseguenti difficoltà che la stessa comporta.

Di recente è stato anche lanciato il modello di Elite Spac in Cloud, con cui la società quotanda e i promotori negoziano i termini e le condizioni di investimento con un Cornerstone investor, che sottoscrive almeno il 20% dell'offerta totale, che viene successivamente aperta ai Follow-on investors, ovvero altri investitori istituzionali e professionali che completano il book degli ordini. Con questo schema il processo di quotazione e la raccolta digitale dei capitali vanno di pari passo e si completano con l'ammissione alla quotazione, rendendo più veloce e flessibile l'operazione sia per le aziende, sia per gli investitori.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### LA SPAC BUSINESS COMBINATION E LA PREBOOKING COMPANY

#### Spac

La Spac è un veicolo costituito da un team di promotori per raccogliere capitali attraverso la quotazione in borsa. I capitali raccolti sono destinati ad essere impiegati in un'operazione di acquisizione di una società target (business combination). Post acquisizione essa verrà fusa nella Spac e le sue azioni risulteranno quotate in borsa. La Spac dispone di un limitato orizzonte temporale (12-24 mesi) per

completare la business combination. Questa va sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti

#### Prebooking company

È una modalità alternativa rispetto alla Spac, in quanto la newco emette obbligazioni a breve termine destinate ad essere convertite in azioni della società oggetto di quotazione. Quindi, prima si identifica la target e poi si effettua la quotazione, conferendo più

certezza al processo perché con la Spac tradizionale l'investitore non ha la possibilità di conoscere al momento della quotazione la business combination, che in molti casi non è stata neppure individuata. Eliminando la fusione con la prebooking company, viene meno sia il periodo di opposizione dei creditori ex articolo 2503 del Codice civile, sia la problematica del disavanzo da fusione e del suo affrancamento ai fini fiscali