

Le spac sono molto meno stravaganti e rischiose di quanto sembrano

DI MASSIMO BELCREDI*

Anche in Italia stanno nascendo le spac (special purpose acquisition company), veicoli quotati che raccolgono fondi al fine di acquisire una partecipazione in una società target ed eventualmente fondersi con essa. La prima esperienza italiana è Italy 1 Investment, promossa da Vito Gamberale e Roland Berger, mentre altre sono ai blocchi di partenza.

La spac emette azioni (sovente anche warrant) ottenendo denaro – vincolato in un conto fiduciario – inizialmente investito in attività prive di rischio. Essa è guidata da promotori di elevata reputazione, che vi investono personalmente somme di rilievo e devono sottoporre all'assemblea dei soci (entro 18-24 mesi) un progetto di acquisizione di una quota in una società target. Se questo è approvato, l'azienda acquisita viene quotata attraverso una fusione con la spac; i soci dissenzienti hanno facoltà di recedere, ottenendo la restituzione delle somme versate. Se il progetto è bocciato, i promotori possono cercare altre opportunità.

A prima vista la spac può apparire bizzarra: ricorda infatti la società costituita «per un investimento che sarà rivelato a tempo debito», citata nei libri di storia riguardo

alla bolla dei mari del Sud del 1720. In realtà è uno strumento che offre un sofisticato sistema di incentivi e ha riscontrato un crescente successo all'estero.

Anzitutto, chi compra azioni di una spac acquista, di fatto, un pacchetto costituito da un bond zero-coupon privo di rischio e da un'opzione riguardante una futura acquisizione. L'investitore può uscire dall'investimento ottenendo la restituzione del capitale (cosa che nel 1720 non accadeva), sia che la spac effettui un'acquisizione (tramite il recesso o la cessione delle azioni sul mercato), sia che non la effettui (tramite il ricavato dalla liquidazione). Oltre a ciò, l'investitore può beneficiare del potenziale apprezzamento legato all'acquisizione.

I benefici non finiscono qui, soprattutto in rapporto ad altri strumenti, come le investment company: anzitutto la spac offre un orizzonte di investimento pre-definito e breve (da 18 a 24 mesi). In secondo luogo, in queste società sono gli investitori a decidere sui progetti: anzi, l'approvazione richiede in genere una maggioranza qualificata, oltre

che un ricorso limitato al diritto di recesso (non più del 30-35%). Infine, nella spac le spese di funzionamento sono ridotte all'osso: i promotori non ricevono commissioni o stipendi, poiché la loro remunerazione è legata all'acquisizione. Anche le spese di quotazione sono basse poiché la spac è un mero salvadanaio, e dunque il prospetto informativo è assai stringato: buona parte di tali spese è differita al momento dell'acquisizione, con il doppio vantaggio del rinvio e del fatto di sostenerle solo se e quando l'operazione ha successo.

A fronte dei benefici ci sono comunque dei rischi, legati allo schema contrattuale utilizzato, che vanno tenuti ben presenti. La spac vive in funzione di un solo evento futuro: l'acquisizione. Ciò tende a concentrare intorno a tale evento molti dei rischi insiti in un investimento azionario.

Anzitutto, gran parte della creazione di valore è legata alle condizioni dell'acquisizione: pertanto, il prezzo delle azioni della spac sarà sensibile alle informazioni (e ad eventuali rumors) circa le prospet-

tive dell'operazione; in tale occasione la componente opzionale assume infatti il massimo della rilevanza. Pertanto, anche il rischio di manipolazione dei prezzi è massimo intorno a tale data.

In secondo luogo, la remunerazione dei promotori è legata all'approvazione del deal: essi hanno l'alternativa tra ricevere un consistente pacchetto di azioni o perdere tutto quanto investito (più due anni di vita professionale). Una struttura di incentivazione estrema che può indurre a formulare proposte in conflitto d'interesse. Ben si comprende, quindi, l'importanza della reputazione dei promotori.

Varie soluzioni sono state adottate per mitigare tali rischi: anzitutto, il collocamento può essere riservato solo agli investitori professionali (è noto che le spac sono fra le predilette dagli hedge fund). In secondo luogo, è possibile calibrare la struttura opzionale della remunerazione dei promotori in modo da ridurre il conflitto d'interessi (per esempio prevedendo tempistiche più lunghe e condizioni d'esercizio differenziate).

Ma, soprattutto, l'esperienza estera mostra che il mercato è capace di distinguere i progetti buoni da quelli cattivi: da quando il progetto di acquisizione diviene noto, il prezzo delle azioni della spac riflette le aspettative sulla bontà del progetto. Gli investitori possono sfruttare tale funzione di *price discovery* per difendersi contro proposte in conflitto d'interesse: basta loro votare a favore o contro il progetto a seconda che le azioni quotino a premio, oppure a sconto rispetto al valore della liquidità nel conto fiduciario; infine, c'è sempre la possibilità del recesso. (riproduzione riservata)

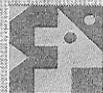
*ordinario di finanza aziendale
alla facoltà di Economia
Università Cattolica di Milano

MEGLIO FIDARSI DEI PIÙ SOLIDI.

Italia, con una solidità patrimoniale ai vertici del mercato*.

www.sanpaoloinvest.it

* ratio del 14,2% vs. media dei primi 5 gruppi bancari del 8,4% Dati di Bilancio 2010



**Banca
FIDEURAM**