

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

Il Private Equity e le SPAC: un'opportunità per la PMI italiana. Il caso GPI SpA.

Prof. Carlo Gotta

RELATORE

Niccolò Battisti - 231031

CANDIDATO

*Alla mia famiglia ed a tutti coloro
che mi hanno supportato nel percorso di laurea ed
in questo momento per me speciale.*

*Un ringraziamento particolare al Prof. Gotta
che mi ha seguito con immensa disponibilità come relatore
ed all'azienda GPI SpA, che tramite
il Dott. Montermini mi ha supportato nel caso studio.*

Indice

Introduzione	7
1 Private Equity: dalle origini alla creazione di valore	8
1.1 Le origini del Private Equity	8
1.1.1 Negli Stati Uniti	8
1.1.2 In Europa.....	9
1.1.3 In Italia.....	10
1.1.4 Negli altri Paesi e mercati emergenti	11
1.2 Il ciclo di vita e le principali operazioni.....	13
1.2.1 Avvio.....	14
1.2.2 Sviluppo.....	16
1.2.3 Maturità.....	18
1.2.4 Declino.....	20
1.3 Selezione, gestione e performance degli investimenti	22
1.3.1 Il processo di investimento.....	22
1.3.2 La creazione di valore nella gestione aziendale	30
1.3.3 Valorizzazione e disinvestimento.....	31
2 L'evoluzione del mercato	35
2.1 Gli operatori	35
2.1.1 Club deal	35
2.1.2 Family office	35
2.1.3 Search fund	36
2.1.4 Pledge fund	36
2.1.5 Fondi sovrani.....	37
2.1.6 Veicoli di permanent capital	38
2.2 Le SPAC	39
2.2.1 Caratteristiche delle SPAC.....	39
2.2.2 Vantaggi e svantaggi delle SPAC	43
2.2.3 Le SPAC per area geografica	45
3 Caso studio: GPI SpA e CFPI	48
3.1 Introduzione al caso studio	48
3.1.1 La storia di GPI	49
3.2 Analisi di bilancio del Gruppo GPI	52
3.3 Analisi della business combination	60
3.3.1 Capital For Progress 1	60
3.3.2 Caratteristiche dell'azienda target ed obiettivi	62
3.3.3 L'operazione	64
3.3.4 Sviluppo e prospettive future della società.....	66
3.3.5 Nozioni acquisite dal caso studio	69
Conclusione	71
Bibliografia e sitografia	72
Bibliografia	72
Sitografia	73

Introduzione

Dalla nascita del *private equity*, ormai 75 anni fa¹, ad oggi il mercato globale ha subito molte evoluzioni. Gli USA, oggi come allora, sono i leader del settore. L'Italia, nota per una brillante capacità imprenditoriale ed una vasta presenza di piccole e medie imprese, ha visto negli ultimi decenni un aumento nel ricorso alle forme di finanziamento che prevedono l'apertura del capitale proprio a nuovi investitori.

Questa tesi ha lo scopo di analizzare e presentare il *private equity*, per poi effettuare un approfondimento sulle SPAC e sul loro possibile ruolo in Italia, tramite l'analisi del caso studio della *business combination* tra l'azienda GPI e Capital for Progress 1.

Il capitolo "Private Equity: dalle origini alla creazione di valore" ha l'obiettivo di ripercorrere la storia del *private equity*, attraverso una panoramica delle principali operazioni e dei relativi processi (dalla selezione di un investimento fino al relativo disinvestimento, passando per la gestione e valorizzazione del suddetto).

Successivamente, il capitolo "L'evoluzione del mercato", ha l'intento di presentare le caratteristiche di alcuni operatori e veicoli di investimento, giungendo in fine allo studio delle SPAC che, seppur nate negli anni '90, stanno subendo delle forti evoluzioni ed una sempre più ampia adozione, con una crescente importanza nel mercato globale.

In fine, nel capitolo "Caso studio: GPI SpA e CFP1", viene presentata ed analizzata la *business combination* avvenuta nel 2016 tra l'azienda di *healthcare* con sede a Trento GPI e la SPAC italiana Capital for Progress 1.

Tale capitolo è suddiviso in tre paragrafi. Il primo ripercorre la storia imprenditoriale di GPI, costellata di successi e caratterizzata da un'anima propensa all'innovazione ed alla creazione di valore per il territorio, rappresentando al meglio le virtù che maggiormente danno lustro all'imprenditoria italiana. Il secondo contiene un'analisi di bilancio effettuata sugli esercizi che vanno dal 2015 al 2020 compresi, evidenziando gli obiettivi di GPI, i suoi risultati e l'apporto di cui ha beneficiato tramite l'integrazione con CFP1. Il terzo paragrafo presenta nella prima parte le caratteristiche della *business combination* e le prospettive dell'azienda, nella seconda parte offre una disamina delle nozioni acquisite dal caso studio, in riferimento al mercato italiano ed a come le imprese domestiche potrebbero affrontare, seguendo l'esempio di GPI, le sfide dell'espansione, aggregazione ed internazionalizzazione a cui sono sempre maggiormente richiamate.

¹ Gervasoni, A., & Sattin, F. L., *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2020

1 Private Equity: dalle origini alla creazione di valore

1.1 Le origini del Private Equity

1.1.1 Negli Stati Uniti

L'industria del *private equity* è relativamente giovane, nacque infatti nel 1946 a Boston, con l'American Research & Development Corp. (ARD), la prima società di investimento nel capitale di rischio. Dato il periodo storico, l'ARD iniziò la propria attività con operazioni di investimento nel capitale di aziende tecnologiche nate dalle ceneri della Seconda Guerra Mondiale, ma proprio per la conformazione del mercato dell'epoca, se da una parte queste operazioni furono di successo, dall'altra la società si configurò come un fondo chiuso, con delle quote sottoscritte quasi esclusivamente da persone fisiche.

Nel 1958, con l'emanazione dello Small Business Investment Act (SBA), nacquero finalmente le prime società d'investimento in accomandita (*limited partnership*), denominate *Small Business Investment Companies* (SBIC), cioè istituti privati supportati da fondi pubblici e privati, che avevano l'intento di investire in aziende in fase di avvio.

Nonostante questa prima forma di *private equity* avesse contribuito alla nascita di circa centomila aziende, con all'incirca \$12 miliardi investiti, nel ventennio degli anni '60 e '70, il mercato delle SBIC attraeva prevalentemente capitali dal settore pubblico.

La svolta avvenne nel 1979, quando grazie all'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) i fondi pensione poterono cominciare ad investire in attività precedentemente considerate troppo rischiose, come il *private equity* ed il *venture capital*.

Nella prima metà degli anni '80 i volumi decuplicarono rispetto a quelli registrati precedentemente ed il mercato USA crebbe fortemente per gli investimenti in aziende come CISCO, Microsoft ed Apple, nonché per il crescente numero di operazioni di *buy out*, ma nonostante ciò l'instabilità causata dal ciclo economico, l'eccessiva concentrazione nei settori tecnologici, il crescente numero di operatori entranti ed il prezzo delle operazioni, furono motivo di un drastico calo nei volumi della seconda metà del decennio.

Gli anni '90 furono un periodo in cui le IPO e le performance di portafoglio segnarono nuovi record, dando nuova linfa al mercato USA, ma lo scoppio della bolla *Dot-com* portò numerosi *write-off* delle partecipazioni in portafoglio, riducendo le dimensioni dei fondi consistentemente.

Senza il *private equity* ed il *venture capital*, aziende come Amazon e Google non esisterebbero, essendo state finanziate, esse stesse, da *venture capitalist*, la prima con \$8 milioni nel 1995 dal fondo Kleiner Perkins Caufield & Byers, la seconda nel 1999 dallo stesso fondo assieme a Sequoia Capital, con una sottoscrizione di azioni per un totale di \$25 milioni.

Il settore è poi tornato a crescere fino al 2007, grazie alla facilità di portare a termine operazioni molto aggressive tramite il ricorso all'indebitamento. L'aumento dei tassi d'interesse che accompagnò lo scoppio della bolla dei mutui *subprime*, diminuì lo spettro di operazioni attuabili dai fondi, soprattutto per quanto riguarda quelle in leva, portando i fondi ad utilizzare quasi esclusivamente *equity* con una relativa maggiore attenzione per i fondamenti delle aziende target. Era inoltre chiaro che fosse necessario avere una maggiore regolamentazione, sia per le lacune legislative e di vigilanza che portarono alla Grande Recessione, sia per le numerose truffe, come quella perpetrata da Bernie Madoff, capace di truffare gli investitori per \$65 miliardi tramite un complesso schema Ponzi. Ciò portò al Dodd-Frank Act nel 2010, una legge introdotta per volere della presidenza Obama con lo scopo di portare una maggiore salvaguardia dei consumatori. Il quarto titolo del Dodd-Frank act, infatti, obbligò i fondi di Private Equity ad essere sottoposti al controllo della *Securities and Exchange Commission*.

Da allora il *private equity* è continuato a crescere nonostante la maturità del mercato. Un'importante *milestone* raggiunta negli Stati Uniti è quella della formazione di molti *mega fund*, con dei *closing* superiori ai \$20 miliardi ed operazioni con un volume medio decisamente superiore rispetto a quelle Europee, avendo investito nel 2020 circa \$561 miliardi in 4335 aziende tramite operazioni effettuate prevalentemente nei settori *business to business*, IT e *Healthcare*, di cui il 71% sotto ai \$100 milioni². La continua crescita del settore negli Stati Uniti è supportata dalla capacità degli operatori di anticipare i trend di mercato, nonché ideare ed utilizzare nuovi veicoli e modalità di investimento. Un esempio di questa lungimiranza è l'integrazione dei fattori ESG ai fini della valutazione degli standard e performance aziendali.

1.1.2 In Europa

Per quanto riguarda il mercato europeo, esso ha come punto di riferimento il Regno Unito, che tuttora rappresenta un terzo degli investimenti nel capitale di rischio europei. Nel 1945 la Bank of England ed altri istituti creditizi fondarono la 3I, cioè la *Investing In Industry*, per finanziare con capitale di rischio e debito le imprese con maggiori prospettive di crescita.

Nonostante i progressi del Regno Unito, negli anni '80 il settore del *private equity* e *venture capital* era ancora in una fase embrionale, fu per questo che la comunità europea promosse un programma per migliorare la cooperazione tra società di *venture capital*, in modo tale da accelerare lo sviluppo delle aziende europee. Inizialmente il programma prevedeva la partecipazione di un solo operatore per nazione, ma fu nel 1983, con la fondazione della EVCA, cioè la European Venture Capital Association, che il *private equity* ed il *venture capital* crebbero, grazie soprattutto al Regno Unito.

² Fonte: American Investment Council

Alla fine del decennio, a causa della recessione economica, molti operatori si ritirarono dal mercato o cessarono le operazioni di *buy out*, concentrandosi prevalentemente su grandi aziende. La maturità raggiunta dai paesi continentali permise all'Europa di godere delle interdipendenze sviluppate con gli Stati Uniti, aumentando la raccolta di capitali e concentrando i propri sforzi sul settore tecnologico con un rinnovato interesse per le operazioni di *buy out*. A seguito della crisi del 2008, oltre ad un rallentamento della crescita del settore, si andò incontro a nuove regolamentazioni, come la direttiva AIFMD del 2011, o il regolamento EuVECA del 2013, con l'obiettivo di avere leggi più stringenti ed uniformi in tutta Europa. Nel 2015 inoltre la CMU, cioè la Capital Market Union lanciata dalla Commissione Europea, focalizzò l'impegno dei paesi e degli operatori nella mobilitazione di capitali a favore delle PMI, tramite investimenti e progetti infrastrutturali.

Proprio quest'obiettivo ha portato la EVCA a cambiare denominazione in Invest Europe, indicando come non fossero più solo importanti gli operatori di *private equity* e *venture capital*, ma anche coloro attivi nel settore delle infrastrutture.

Dal 2016 in poi si sta avendo un trend positivo, tornando a livelli precrisi del 2007, con 109,3 miliardi di euro raccolti nel 2019³.

1.1.3 In Italia

Per quanto riguarda il nostro paese, convenzionalmente si fa risalire la nascita del *private equity* al 1986, quando nove finanziarie private e di emanazione bancaria fondarono l'AIFI, l'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento. In un primo momento di diffidenza normativa del nostro legislatore, furono dei privati i primi ad operare in questo settore, mentre dal 1987, con la delibera del CICR che istituì le società di intermediazione finanziaria, furono le banche ad operare sul mercato del *private equity* tramite delle divisioni interne. Dopo il 2000 I fondi SGR *captive*⁴ di natura bancaria lasciarono il passo ai fondi SGR indipendenti, con il ruolo delle banche mutato da operatore diretto ad investitore indiretto, finanziando i fondi di *private equity*. Il loro ruolo attualmente, infatti, è di fornire debito nelle operazioni di *buy out*, nonché di effettuare la raccolta tramite il *private banking* e fornire il *deal flow* agli operatori.

Il mercato italiano ha avuto uno sviluppo in linea con altri paesi europei, ma a differenza di alcuni di essi, è sempre stata caratterizzata da operazioni riguardanti le PMI ed a bassa leva finanziaria. Fino a prima dello scoppio della bolla del 2007 erano frequenti gli interventi di *early stage* ed *expansion*, ma con la crisi e le conseguenti problematiche nel raccogliere capitali e debito sono diminuite sia le operazioni che i *mega funds*.

³ Fonte: Invest Europe

⁴ Si definiscono *captive* gli operatori che non fanno una raccolta presso il mercato, per cui sono generalmente delle emanazioni di un istituto finanziario che li approvvigiona.

Le nuove necessità di mercato portarono il legislatore a supportare le PMI tramite gli incentivi per gli investimenti nelle start-up innovative (DL 179/2012) e la possibilità per le PMI non quotate di emettere minibond (“Decreti sviluppo”). Negli ultimi anni l’importanza del *private debt* in Italia è cresciuta e la stessa AIFI nel 2014 ha scelto di cambiare denominazione in Associazione Italiana del Private Equity, Venture capital e Private Debt. Il Decreto del Ministero del Tesoro n. 30/2015, il Provvedimento Banca d’Italia del 2015, il recepimento del Regolamento EU 760/2015 e il nuovo Regolamento degli Intermediari della CONSOB hanno posto le basi per l’attuale situazione normativa, regolando gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), i Fondi di Investimento Alternativi (FIA), l’attività di gestione del risparmio collettivo ed i Fondi Europei di Investimento a Lungo Termine (ELTIF).

Il settore ha attualmente un trend positivo, che si interessa prevalentemente di *private equity*, *venture capital*, *private debt*, *turnaround* ed infrastrutture, con circa 6,6 miliardi di euro investiti nel 2020⁵.

1.1.4 Negli altri Paesi e mercati emergenti

Prima degli anni ’90 i Paesi emergenti non erano mai stati soggetti all’evoluzione che, nata negli USA, ha avuto risonanza in tutta Europa ed anzi, tutt’ora molti Stati non hanno né la regolamentazione né la maturità economica per accogliere certe dinamiche legate al *private equity* ed al *venture capital*.

Nonostante un primo interessamento all’inizio degli anni ’90, il modello di *private equity* USA fallì nell’esportazione dei propri valori ed efficacia in questi Paesi emergenti, soprattutto a causa dell’insufficiente sviluppo della *corporate governance* nelle imprese target e dell’assenza di un mercato borsistico per capitalizzare l’investimento iniziale con una giusta strategia di *exit*.

Con l’avvento di nuove tecniche industriali e l’incalzante processo di globalizzazione, molti fondi inizialmente concentrati esclusivamente negli USA ed Europa, aprirono delle sedi nei Paesi emergenti, generando nuovi *deal flow*. Nel 2004 venne così fondata l’EMPEA, cioè la Emerging Markets Private Equity Association, per riunire gli operatori di *private equity* attivi nei Paesi emergenti, soprattutto in Cina, India e Brasile.

La crisi del 2007 impattò sui mercati emergenti con circa due anni di ritardo, nonostante ciò, la ripresa incominciata nel 2012, ha visto la raccolta dei fondi nei Paesi emergenti raggiungere e superare in breve tempo i valori precrisi ed una crescita della percentuale dei fondi rivolti all’Asia emergente, che erano un 74% nel periodo 2009-2013, per passare ad un 86% fino al 2018 ed arrivare ad oggi ad

⁵ Fonte: elaborazione AIFI

un 90%. Nonostante ciò, il numero totale di fondi nei Paesi emergenti è diminuito, seppur con un aumento dei volumi di raccolta⁶.

A differenza dei mercati sviluppati che hanno una tendenza verso le operazioni di *buy out*, i mercati emergenti sono prevalentemente interessati da operazioni di *venture capital* ed *expansion* proprio per l'alto contenuto tecnologico delle aziende che, soprattutto in Cina, stanno prendendo piede.

Il mercato cinese, il più grande tra quelli emergenti e con le migliori opportunità future, sta assumendo dimensioni notevoli ed è attualmente il secondo Paese per volumi con 84 miliardi di dollari investiti nel 2019, dietro solo agli USA con 372 miliardi di dollari⁷.

⁶ Fonte: Preqin, *Special Report: Private Equity in Emerging Markets*, 2018

⁷ Fonte: Bureau van Djik *Global M&A Review*, pag. 12, 2019

1.2 Il ciclo di vita e le principali operazioni

Nel corso degli anni, il *private equity* ha assunto diverse forme, spesso adattate su base geografica dai diversi fondi, ma con un impianto piuttosto simile, seppur complesso.

La prassi europea, nonché italiana, tende a definire il *private equity* ed il *venture capital* come due operatori ben distinti. Nel primo caso, facendo riferimento alla definizione dell'attività di *private equity* coniugata dall'AIFI, essa può essere definita come "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine"⁸.

L'attività del *venture capital*, d'altra parte, si riconduce a tutte le operazioni che hanno per oggetto imprese nelle prime fasi del proprio ciclo di vita, o in quelle di sviluppo.

Gli interventi degli investitori istituzionali possono essere di tre tipologie: finanziamento dell'avvio, finanziamento dello sviluppo e finanziamento del cambiamento o trasmissione dell'impresa.

Le prime due tipologie di intervento sono di competenza del *venture capital*, mentre i finanziamenti che hanno per oggetto aziende nella propria fase di vita matura sono competenza del *private equity*.

In questo paragrafo sarà possibile analizzare alcune tipologie di investimento ordinate secondo il ciclo di vita dell'azienda oggetto del finanziamento (Figura 1).

Figura 1: Le tipologie di investimento a seconda delle fasi del ciclo di vita

Fase del ciclo di vita	Tipologia di investimento	Quota acquisita	Leva finanziaria	Rischio	Razionale	Obiettivo
Avvio	Seed	Min/Mag	No	Molto elevato	Creazione di un nuovo business	Testare la business idea
	Start up				Lancio di una nuova società	Iniziare le vendite
	Later stage				Consolidamento di una società	Supportare un rapido sviluppo
Sviluppo	Expansion/Growth	Min	No	Elevato	Sviluppo di un nuovo business	Incremento della capacità produttiva
						Attività di M&A
Maturità	Buy out	Mag	Sì	Moderato	Ricambio generazionale	Soluzioni per far fronte a un piano di successione
					Volontà degli azionisti di vendere	Riorganizzazione della struttura aziendale
	Replacement	Min	No	Moderato	Azionista di minoranza non più interessato all'impresa	Mantenimento della compagine azionaria che è allineata sullo sviluppo aziendale
Declino	Turnaround	Mag	No	Molto elevato	Situazione di crisi	Far ritornare profittevole il business

Fonte: Gervasoni A., Sattin F. L., *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2020

⁸ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004

1.2.1 Avvio

Durante l'avvio di un'azienda, possono entrare in gioco gli investimenti di tipologia *seed*, *start up* o *later stage*. Mentre le prime due riguardano nuovi business in cerca di finanziamenti che si presentano come business idea o business appena nato, nell'investimento di *later stage* l'investitore si occupa di supportare la crescita di un'azienda già operativa, a volte già sostenuta da un *venture capitalist*, ma in ricerca di capitali ed *expertise* tali da consolidarne lo sviluppo e la posizione sul mercato.

Più nello specifico, nella fase di *seed financing* non esiste un prodotto o un servizio da posizionare sul mercato, bensì un'idea. Solitamente quest'idea non è ben supportata da un business plan completo, tantomeno dalle giuste capacità manageriali e tecniche, proprio per questo motivo spesso i *venture capitalist* agiscono da ponte tra la realtà imprenditoriale che necessita il *seed financing* e le realtà tecnologiche ed accademiche che possano offrire degli input sotto forma di capitale umano e know-how. Proprio in quest'ultimo caso si parla di *technology transfer*, cioè la capacità di tradurre i risultati della ricerca scientifica in ottimi business. Prima di poter essere commerciabile, però, la tecnologia deve maturare seguendo la *Technology Readiness Level*, cioè una griglia sviluppata dalla NASA per valutare lo stato di una tecnologia, partendo dalla sola idea, passando per i processi di applicazione e prototipo, fino a giungere ai primi sistemi commerciali e la presentazione sul mercato. Durante questa fase sono presenti molti enti che possono finanziare e supportare l'impresa, dalle Università, fino ai centri di ricerca ed i privati. In Italia soltanto negli ultimi anni, anche grazie allo sforzo di Cassa Depositi e Prestiti e del Fondo Europeo per gli Investimenti, alcuni *venture capitalist* hanno cominciato dei processi di *technology transfer*, collaborando, inoltre, con istituzioni ed incubatori, come LUISS ENLABS, Bocconi for Innovation, PoliHub e molti altri.

Anche durante la fase di *start up* gli operatori sono solitamente specializzati nel settore di attività dell'azienda, ma a differenza della fase precedente, il prodotto o il servizio dell'impresa sono pronti o comunque in fase di prototipo, per cui si necessita di una formalizzazione dei processi operativi e di ingenti capitali.

Negli interventi di *later stage financing*, invece, le aziende target sono le cosiddette *scaleup*, cioè imprese che possono essere già profittevoli e che in alcuni casi sono state già soggette a round di investimenti. Le *scaleup* sono spesso interessate all'internazionalizzazione, alle operazioni di M&A ed a consolidare la propria posizione di mercato.

Gli investimenti nella fase di avvio sono per loro stessa natura molto rischiosi e, storicamente, sono stati i primi a vedere la luce nel panorama del *private equity*, sia perché generalmente gli istituti bancari hanno una forte avversione per il rischio, sia perché prima dello sviluppo del *venture capital* il finanziamento delle aziende non avveniva tramite l'ingresso nella compagine sociale dell'azienda target, apportando sia capitale che conoscenza manageriale, ma solo tramite il debito.

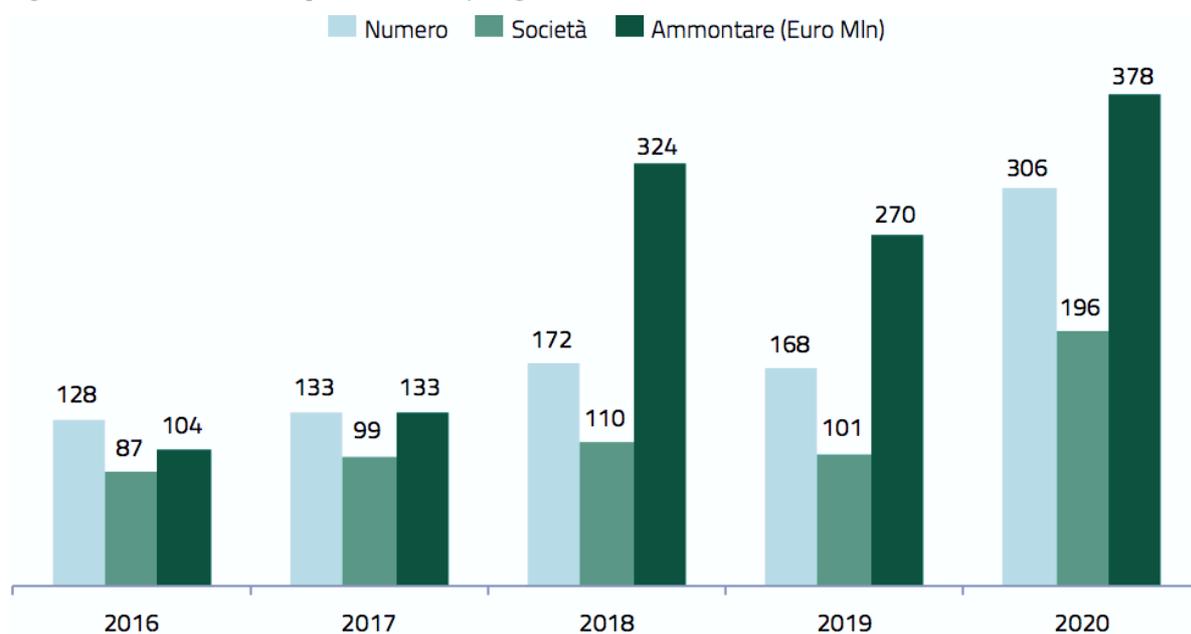
Il mercato USA del *venture capital* è cresciuto così tanto nel tempo da passare da un *deal flow* di 460 *seed*, 1758 start up e 1140 *later stage* nel 2006 fino ad arrivare a 4760 *seed*, 3882 start up e 2717 *later stage* nel 2019, con un ammontare totale di fondi raccolti di 50,5 miliardi di dollari nel 2019, in aumento nel 2020 a quota 69 miliardi di dollari⁹.

In Europa la situazione è invece diversa, con un mercato del *venture capital* ancora acerbo e non sviluppato tanto quanto negli Stati Uniti, con 8 miliardi di euro raccolti nel 2007 e 14,8 miliardi di euro raccolti nel 2019¹⁰.

In Italia, invece, la raccolta sul mercato per gli investimenti di *early stage* equivale a 802 milioni di euro nel 2020, a fronte di una raccolta totale degli operatori di *private equity* di 5,728 miliardi di euro ed un numero di operatori che hanno effettuato operazioni di *early stage* passato da 40 nel 2019, fino a 51 nel 2020¹¹.

Nel nostro Paese gli investimenti hanno un trend storico crescente, che ne vede l'ammontare in aumento anche durante l'anno della pandemia, con 378 milioni di euro investiti, a fronte di 306 operazioni e 196 società interessate, come visibile nella Figura 2.

Figura 2: Trend storico delle operazioni di *early stage* in Italia



Fonte: AIFI, Il Mercato italiano, 2020

⁹ Fonte: elaborazione NVCA

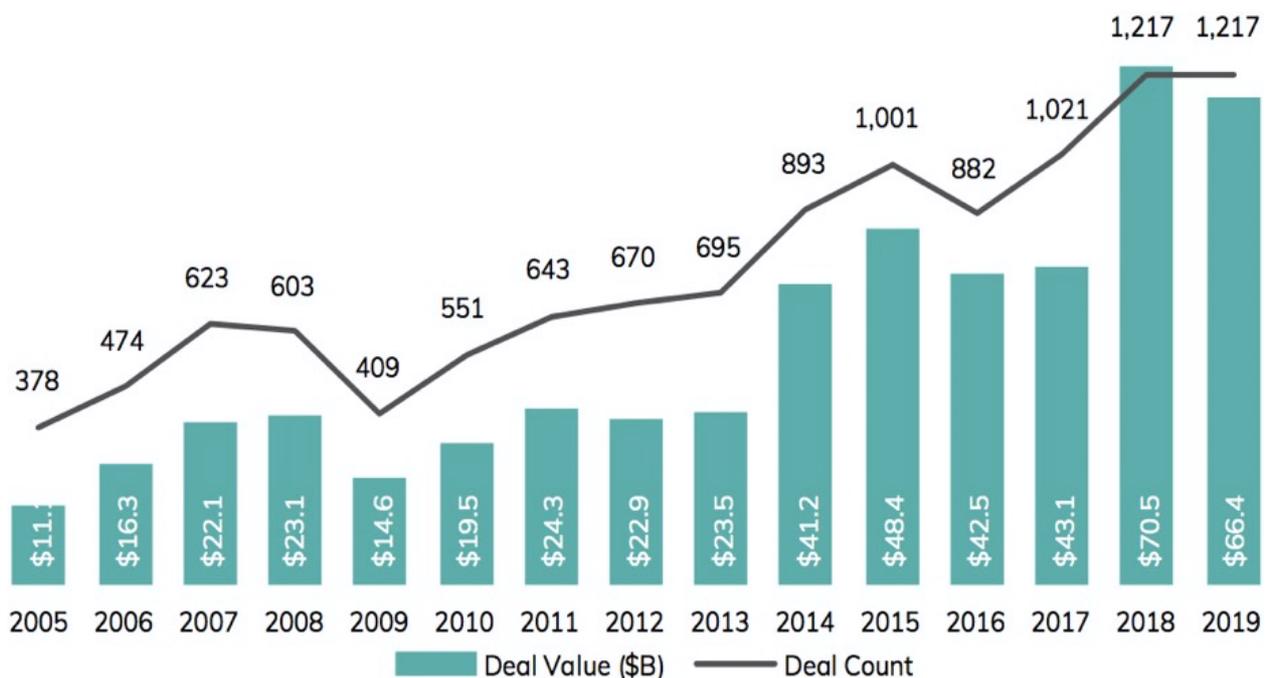
¹⁰ Fonte: Invest Europe

¹¹ Fonte: elaborazione AIFI

1.2.2 Sviluppo

Durante la fase di sviluppo delle aziende, le operazioni sono di tipo *expansion*, chiamate anche *growth capital*, in cui la quota di partecipazione del fondo rispetto all'*equity* dell'azienda target è di minoranza e gli obiettivi sono generalmente quelli di apportare expertise e capacità tecnica all'interno dell'impresa, supportandola nella sua crescita, in modo tale da incrementarne la capacità produttiva, rendere possibile l'internazionalizzazione e introdurla a possibili dinamiche di M&A, utili al fine di accrescere la propria posizione di mercato.

Figura 3: Il deal flow delle operazioni di expansion negli USA



Fonte: NVCA 2020 Yearbook

Anche se il *growth capital* può sembrare simile al *venture capital*, i due tipi di investimenti sono diversi in alcune caratteristiche. Le distinzioni chiave tra le due opportunità di investimento sono le seguenti:

- Periodo di gestione (*holding period*): gli investimenti in *growth capital* hanno generalmente un *holding period* inferiore (in media, 3-7 anni) rispetto agli investimenti in *venture capital* (la media è di 5-10 anni). La logica alla base è che le aziende in fase iniziale hanno semplicemente bisogno di più tempo per realizzare il loro potenziale rispetto alle aziende più mature.
- Fonte di ritorno: la fonte primaria di ritorno per gli investimenti di *venture capital* è l'introduzione redditizia dei prodotti o servizi dell'azienda sul mercato. La fonte di ritorno per gli investimenti in capitale di crescita è la capacità dell'azienda di scalare le sue operazioni, che si traduce in una crescita significativa delle entrate e della redditività.

- Profilo di rischio: a differenza delle operazioni di *venture capital* che hanno un alto livello di rischio, le operazioni di *growth capital* sono generalmente considerate investimenti con un rischio minore. La natura del rischio degli investimenti in *equity* è determinata dalle varie tipologie di rischio che possono affliggere l'operazione, in particolare i rischi di mercato e di prodotto. Tali rischi sono associati alle operazioni in nuovi mercati e all'assenza di un prodotto commercialmente valido. Al contrario, le aziende prese di mira nelle operazioni di *growth capital* operano generalmente in mercati consolidati e maturi con un prodotto commercialmente valido. Tuttavia, i rischi di esecuzione e di gestione di questo tipo di operazioni sono ancora elevati.

Negli USA le operazioni di *expansion* e *growth capital* hanno assunto una grande importanza negli ultimi 20 anni, riuscendo a recuperare e superare i valori precrisi del 2007 sin dal 2014. Nella Figura 3 è infatti visibile come il *deal flow* nel 2005 era di 11,1 miliardi di dollari con 378 operazioni, mentre nel 2019 è stato di 66,4 miliardi con 1217 operazioni.

In Italia, invece, sono ancora relativamente pochi gli operatori che effettuano operazioni di *expansion*, alcune delle quali visibili nella Figura 4, di cui il 52% nel settore ICT ed il 30,4% nel settore farmaceutico.

Il capitale mediamente impiegato in queste operazioni è stato di 4,95 milioni di dollari, con una media di 4,23 milioni per le aziende nel settore ICT e 6,53 milioni nel settore farmaceutico.

In Italia il trend crescente delle operazioni di investimento si è interrotto nel 2020, in quanto a causa della pandemia l'ammontare investito è stato

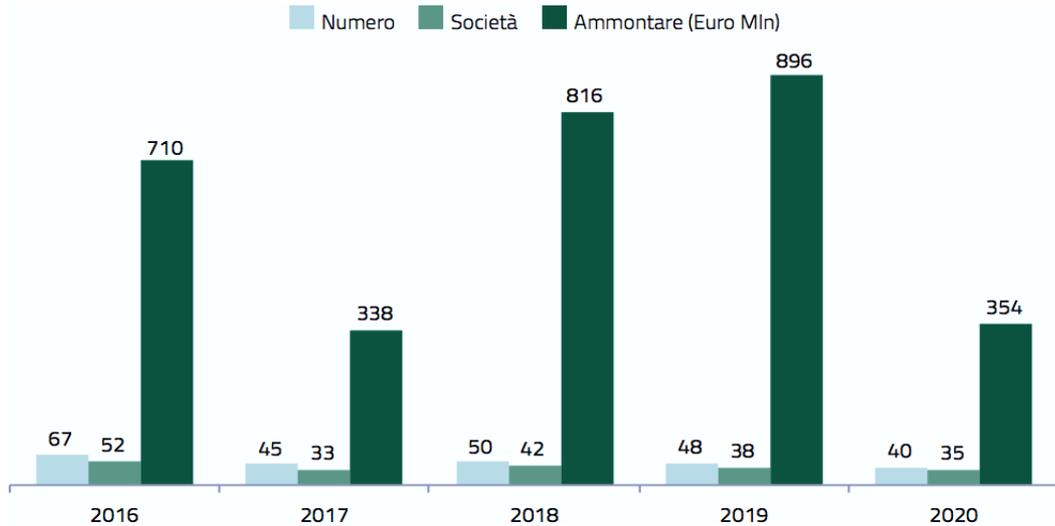
Figura 4: Alcune delle operazioni di *expansion* in Italia dal 2016 al 2018

Aziende Target	Deal Value (US\$ M)	Settore
Musement	10	ICT
MotorK	10	ICT
Rigenerand	9,9	Farmaceutico
Mosaicoon	8,97	Media
Echolight	5	Farmaceutico
Smartika	4,93	ICT
Seventeen	4,7	Farmaceutico
MainStreaming	4,27	ICT
Sardex	3,42	ICT
Vino75	2	eRetail
Wiman	0,42	ICT
Le Cicogne	0,39	ICT
Manet Mobile Solutions	0,39	ICT

Fonte: elaborazione Economia Italiana

minore del 61% rispetto all'anno precedente, attestandosi a 354 milioni di euro, come mostrato dalla Figura 5. L'analisi del mercato italiano del 2020 dell'AIFI analizza la composizione degli operatori, facendo emergere il fatto che l'83% di essi sono domestici.

Figura 5: Trend storico delle operazioni expansion in Italia



Fonte: AIFI, Il Mercato italiano, 2020

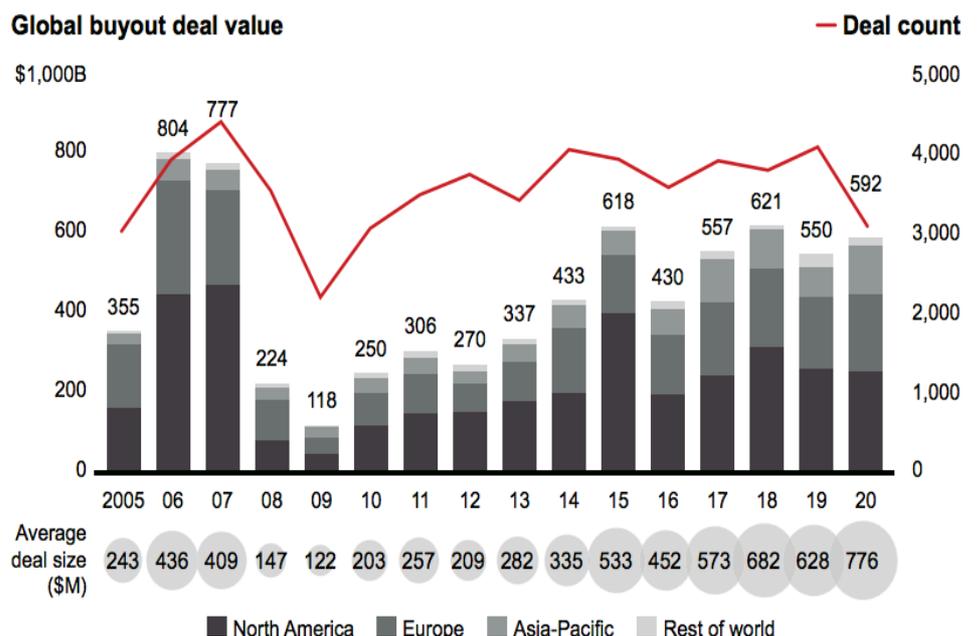
1.2.3 Maturità

Per quanto riguarda la fase di maturità di un'azienda, è piuttosto comune che avvengano delle operazioni in cui vengono sostituiti parzialmente o totalmente i soci non più coinvolti nell'attività dell'azienda.

Queste operazioni sono quelle di *replacement* e di *buy out*. Nel primo caso l'operatore entra nel capitale dell'azienda con una quota di minoranza, in modo tale da mantenere la composizione della compagine sociale che è allineata sugli stessi driver strategici e di sviluppo.

I *management buy out* (MBO), invece, forniscono una strategia di uscita per le grandi aziende che vogliono vendere divisioni che non fanno parte del loro core business, o per le aziende private i cui proprietari vogliono cedere l'attività. Negli MBO il ruolo dei manager è fondamentale, in quanto essi sono i principali interlocutori

Figura 6: Valori dei deal di buy out dal 2005 al 2020 globalmente



Fonte: Dealogic

dell'operatore di PE e sono coloro che assumeranno il controllo manageriale dell'azienda rilevata. Si può inoltre fare la distinzione tra *management buy out* e *management buy in (MBI)* a seconda che il gruppo manageriale interessato sia esterno o interno. Il finanziamento richiesto per un MBO è spesso abbastanza

sostanzioso, in quanto i gruppi manageriali raramente hanno la capacità di rilevare una quota maggioritaria dell'azienda e di solito è una combinazione di debito e capitale che deriva dai compratori, dai finanziatori e a volte dal venditore.

I *leveraged buy out* (LBO), generalmente definiti come tutte quelle operazioni che lasciano le aziende acquisite con un rapporto di indebitamento più elevato rispetto a prima dell'operazione¹², consistono nell'acquisizione di una quota di maggioranza di un'azienda target da parte di un operatore di PE che può sfruttare la leva finanziaria, perciò l'indebitamento, al fine di ottenere le risorse necessarie per concludere l'acquisizione. Gli operatori PE usano quantità significative di denaro preso in prestito dagli istituti finanziari, mentre i beni della società acquisita vengono spesso usati come garanzia per i prestiti o addirittura venduti per pagare il debito. L'azienda che esegue il LBO può fornire solo il 10% del capitale, con il resto finanziato attraverso il debito, sfruttando la leva finanziaria. Un'operazione di LBO oltre a portare il cambiamento della proprietà, quindi, modifica la struttura delle passività dell'azienda, aumentando il rapporto di indebitamento.

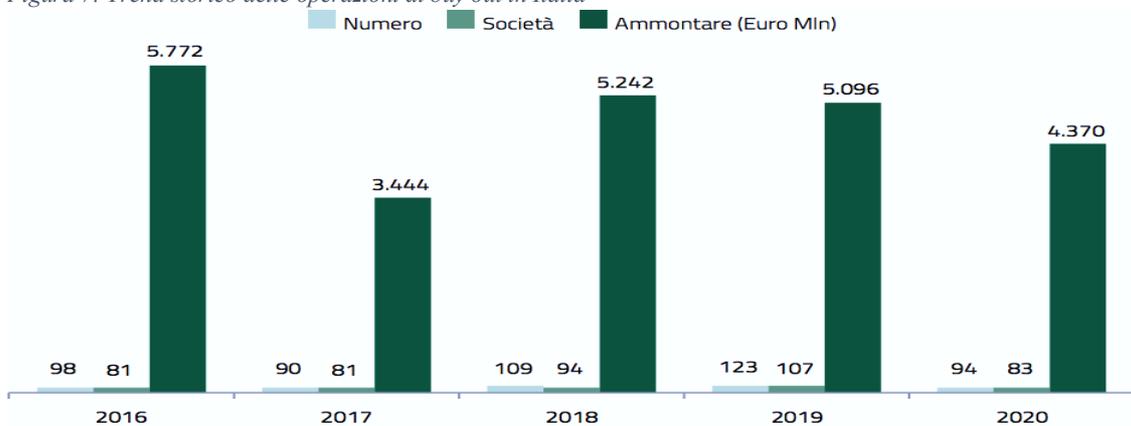
Questa è una strategia ad alto rischio, in cui all'azienda target è richiesto di realizzare alti rendimenti e flussi di cassa per pagare gli interessi sul debito.

A livello globale (Figura 6) le operazioni di *buy out* hanno avuto un picco nel 2007, subendo un forte crollo negli anni successivi, per poi recuperare terreno fino al 2020, anno in cui sono avvenute circa 3100 operazioni per un valore totale di 592 miliardi di dollari, l'8% in più rispetto all'anno precedente.

Il mercato statunitense è più sviluppato rispetto a quello Europeo e, più nel particolare, l'Italia nel 2020 ha avuto un *deal flow* di 94 operazioni e 4,37 miliardi di euro investiti, in calo rispetto al 2019 in cui l'ammontare investito era pari a 5,09 miliardi di euro (Figura 7).

Le operazioni di *replacement* in Italia, invece, hanno avuto un crollo nel 2020, con due sole operazioni per un totale investito di 1 milione di euro, a fronte di 355 milioni di euro investiti nel 2019 (Figura 8).

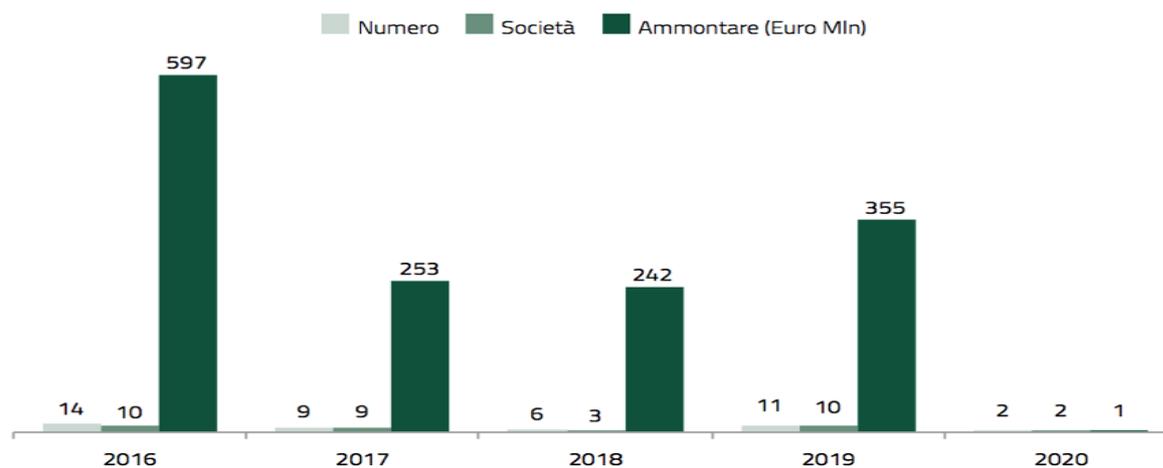
Figura 7: Trend storico delle operazioni di buy out in Italia



Fonte: AIFI, Il Mercato italiano, 2020

¹² Fonte: S.C. Diamond, *Leveraged Buy-outs*, 1985

Figura 8: Trend storico delle operazioni di replacement in Italia



Fonte: AIFI, Il Mercato italiano, 2020

1.2.4 Declino

La fase di declino di un'azienda, ossia il periodo in cui l'azienda necessita di capitali per arrestare i cali di performance ed il deterioramento patrimoniale, è il momento in cui vi è maggiore necessità di azioni di risanamento e ristrutturazione volte a ristabilire la profittabilità dell'attività, proprio per questo gli operatori agiscono tramite il *turnaround*, in cui solitamente si acquisisce una quota di maggioranza dell'azienda in declino, affinché si possa detenere la governance e guidare l'impresa verso un percorso virtuoso tramite una ristrutturazione.

Questa ristrutturazione avviene generalmente in due fasi: la prima è quella in cui si determinano le cause che hanno guidato la società verso la crisi, la seconda consiste nel puntare a pianificare le modalità tramite cui far tornare redditizia l'azienda.

È una disciplina economica sviluppata negli Stati Uniti durante la recessione del 1982. Utilizza strumenti puramente economici come la finanza aziendale, ma anche metodi presi in prestito dal diritto e dalla psicologia, per creare piani di ristrutturazione a breve, medio e lungo termine che coinvolgono tutti coloro che hanno a che fare con l'azienda in questione, dai fornitori ai clienti e agli *stakeholders*. Il *turnaround* non riguarda solo il rilancio dell'azienda; vengono prese in considerazione anche *joint venture*, vendita, locazione e fallimento.

In questo contesto, il *Turnaround Index*, che misura la capacità finanziaria e di capitale di un'azienda, è di grande importanza. Esso assume valori che vanno da 0,1 a 0,9, cioè da prestazioni soddisfacenti con una bassa propensione al *turnaround* a risultati deludenti con un'alta probabilità di *turnaround*. L'indice determina quindi se c'è un rischio maggiore o minore per un'azienda di entrare in crisi. Questi sono alcuni tra gli indicatori utilizzati per valutare la performance di un'azienda:

- il rendimento delle vendite, o ROS.
- la variazione media del ROI.
- la variazione media del fatturato.

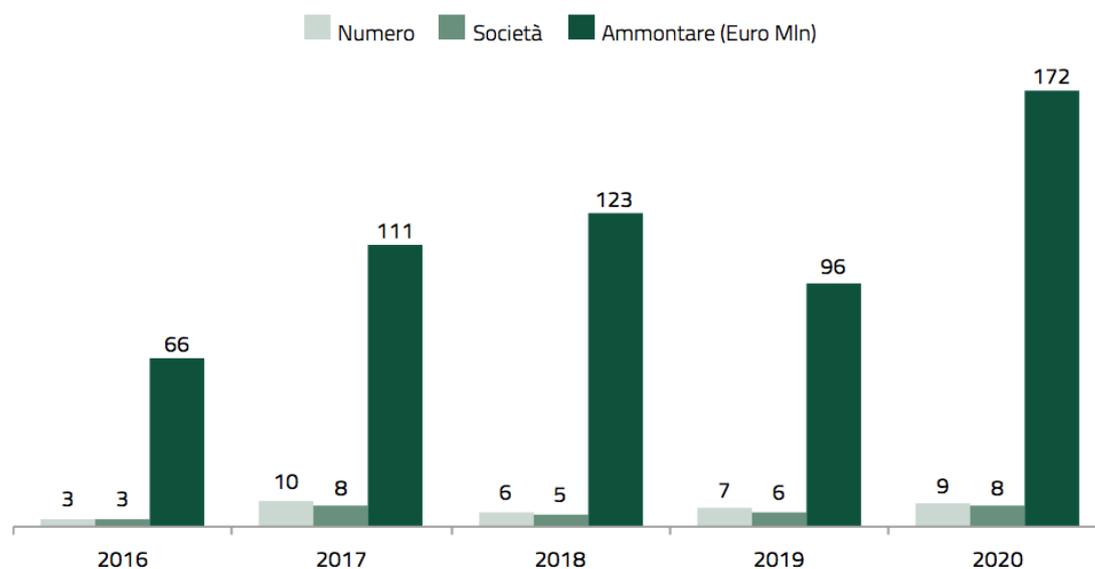
- il rapporto tra mezzi propri e capitale investito.
- la copertura degli oneri finanziari.
- la capacità di generare cassa.

Negli ultimi anni, l'applicazione del *turnaround* ai gruppi finanziari in crisi ha creato una figura professionale con competenze specifiche, il *Turnaround Manager*. Si tratta di professionisti e società specializzate che assumono la gestione della crisi dell'azienda per un periodo che va dai 3 ai 24 mesi, a seconda delle dimensioni del gruppo e della complessità del compito. Le competenze non si limitano al salvataggio, ma assumono anche la forma di consulenza per situazioni in cui il modello di business deve cambiare. Ci sono alcuni manager che si sono specializzati negli anni, diventando dei veri e propri "ristrutturatori". L'esempio più famoso è Enrico Bondi, che ha fatto notizia per il suo lavoro sul crac Parmalat nel 2003, e più recentemente per la *Spending Review*. Ci sono anche alcuni fondi di investimento di *private equity* che sono molto attivi nella gestione delle ristrutturazioni aziendali, come Sun Capital Partners e Alix Partners¹³

A livello globale, come è possibile osservare nella Figura 10, la raccolta per i fondi di *turnaround* è quella con i valori minori, con un andamento costante e piccole variazioni. Il 2020 ha visto una diminuzione della raccolta del 14% rispetto alla media degli anni 2015-2019.

In Italia, invece, la Figura 9 mostra come gli investimenti dei fondi siano in crescita, da un valore di 66 milioni di euro investiti nel 2016, a 172 milioni di euro investiti nel 2020, con 9 operazioni ed 8 società target.

Figura 9: Trend storico delle operazioni di turnaround in Italia

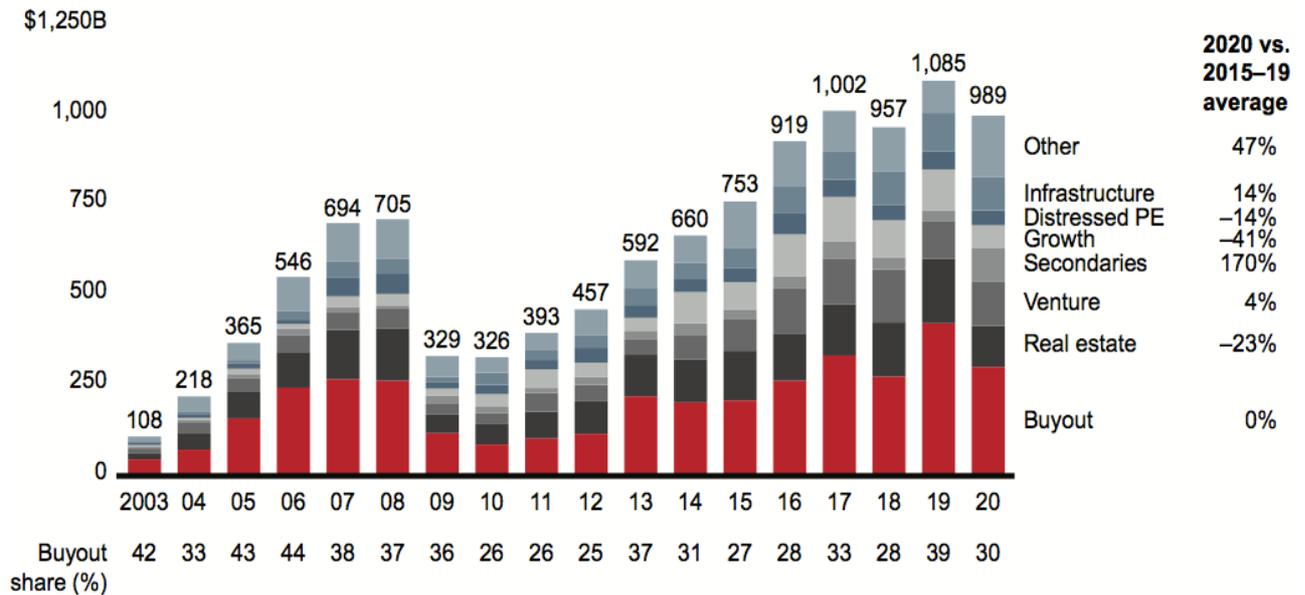


Fonte: AIFI, Il Mercato italiano, 2020

¹³ Sito di Borsa Italiana

Figura 10: Capitali privati raccolti, divisi per tipologia del fondo a livello globale

Global private capital raised, by fund type



Fonte: Preqin, SPACInsider, Bain analysis

1.3 Selezione, gestione e performance degli investimenti

1.3.1 Il processo di investimento

Il tipico processo di valutazione e completamento di una nuova opportunità di investimento di *private equity* ha molte fasi diverse e strutturate che possono variare ampiamente da operatore ad operatore, e possono differire notevolmente anche a causa delle specificità della società target o del processo di transazione. La valutazione iniziale dell'investimento può avvenire in tempi relativamente brevi, ma l'intero processo può richiedere diversi mesi o addirittura un anno o più. La scoperta e la valutazione dell'opportunità all'inizio del processo è chiamata *sourcing*: in questa fase, l'azienda individua i potenziali obiettivi ed esamina la fattibilità dell'investimento e i potenziali ritorni disponibili. Poi, man mano che si raccolgono più informazioni, l'azienda conduce una *due diligence*, crea e sviluppa modelli finanziari molto dettagliati e valuta i pro e i contro dell'opportunità prima dell'approvazione finale e dell'esecuzione della transazione.

1.3.1.1 Ricerca di un'opportunità di investimento

La ricerca di un'opportunità d'investimento può essere complessa, ma è alla base dell'operatività delle società di *private equity*. A seconda delle preferenze dell'azienda di PE, un'operazione può essere trovata attraverso una varietà di canali: analisi interna, *networking*, ricerca dettagliata e contatti diretti con dirigenti di aziende papabili, per esempio. Altre fonti includono l'incontro con le aziende, le analisi attraverso database e le conferenze di settore. Le opportunità ottenute attraverso uno qualsiasi di questi mezzi sono indicate come *sourcing* proprietario, cioè, attraverso fonti interne.

Un altro modo comune di ricevere potenziali opportunità di investimento è attraverso un intermediario finanziario, come una banca d'investimento. Le imprese spesso stringono partnership con delle banche d'investimento per la promozione tramite i *Confidential Information Memorandum* (CIM), che sono distribuiti a potenziali acquirenti, possibilmente includendo sia gli sponsor finanziari, come le società di *private equity*, che gli acquirenti strategici. Questa procedura si configura spesso come un'asta pubblica. Durante la ricerca di potenziali opportunità d'investimento, l'operatore si assicura che essa si adatti alla strategia dell'azienda, che spesso si basa su dei parametri come un EBITDA minimo, un settore particolare di appartenenza, una strategia di creazione di valore potenziale, o dei requisiti minimi, o massimi, del capitale.

1.3.1.2 Il Processo di investimento fino alla firma

Anche se gli aspetti generali del processo sono gli stessi nelle varie aziende, i dettagli possono variare ampiamente a seconda del modo in cui l'opportunità di investimento è stata reperita, ovvero tramite fonti interne o asta pubblica, e del processo che ogni operatore predilige. Più grande è l'azienda, più formalizzato sarà il processo del comitato d'investimento e più alta sarà la probabilità che vengano utilizzate le aste pubbliche. Al contrario, i fondi di *growth capital* tendono ad effettuare operazioni in cui conosco molto bene il mercato e possono trattare direttamente con il management. Le società di *growth capital* hanno anche dei processi meno formalizzati per quanto riguarda il comitato d'investimento, perché tipicamente hanno meno partner nell'azienda, per cui è più semplice giungere ad un consenso comune prima di effettuare l'investimento.

Questi sono alcuni dei processi che precedono la chiusura dell'accordo tra le parti:

1. Firmare un accordo di non divulgazione (*Non Disclosure Agreement*, NDA): in un'asta pubblica, le banche d'investimento spesso inviano dei *teaser* sulla società in vendita. Se il team d'investimento trova il *teaser* interessante, negozierà e firmerà un NDA per ricevere il CIM dell'azienda preparato dalle banche d'investimento. In un'opportunità ottenuta internamente, i team d'investimento spesso firmeranno un NDA direttamente con l'azienda target per ricevere alcune informazioni riservate riguardanti l'azienda dal management.

2. *Due diligence* iniziale e presentazione del management: in questa fase, i team d'investimento eseguono una *due diligence* iniziale per comprendere meglio l'azienda. Ciò generalmente include l'analisi del settore, lo studio ed il miglioramento di un modello finanziario preliminare usando le proiezioni del management per capire i potenziali ritorni dell'investimento. Allo stesso tempo, il team d'investimento può iniziare a contattare le banche d'investimento per comprendere se siano disponibili

a finanziare l'operazione di acquisizione con del debito. In un'asta pubblica, le banche d'investimento offriranno anche a un gruppo selezionato di potenziali acquirenti l'opportunità di incontrare il management (*Management Presentation*). Quest'ultimo presenterà una panoramica dell'azienda mentre i papabili acquirenti saranno autorizzati a porre loro domande sulla loro attività. Per prepararsi alla presentazione del management, il team di investimento creerà una lista iniziale di domande di *due diligence*.

3. *Deal Alert*, prima della revisione con il comitato d'investimento: dopo aver esaminato la presentazione del management e aver effettuato le discussioni iniziali, il team d'investimento preparerà una breve proposta d'investimento e la presenterà al comitato d'investimento della società di PE. La prima riunione del comitato d'investimento può avere una varietà di obiettivi diversi, a seconda della società di PE. La riunione può essere un aggiornamento dell'accordo in cui non è necessaria l'approvazione, o può essere l'inizio di un processo di approvazione formale, in cui un team di investimento avrà il permesso di presentare un'offerta di primo investimento o un budget per spendere una certa quantità di denaro a copertura dei costi per i consulenti o altre spese relative all'affare. Se approvato l'investimento, si procederà a un'ulteriore analisi e alle trattative con l'azienda target e le banche di investimento.

4. Lettera d'intenti (LOI) non vincolante o primo round di offerte: a questo punto, il team d'investimento può presentare alla società target una LOI non vincolante per la transazione sulla base dei criteri che sono stati accordati. L'offerta descriverà in dettaglio un prezzo d'acquisto, che spesso è rappresentato da un intervallo di valutazione, piuttosto che un importo specifico, la struttura del capitale dopo l'acquisizione, delle ipotesi e proiezioni del futuro, delle aree chiave di *due diligence*, i tempi approssimativi necessari per presentare un'offerta vincolante, la competenza e l'esperienza della società di PE, e le necessarie autorizzazioni e approvazioni richieste dal comitato di investimento della società di PE per completare la transazione. A questo punto, l'azienda target e i suoi consulenti di *investment banking* sceglieranno generalmente alcuni offerenti che passeranno alla fase successiva del processo d'asta. Il venditore baserà la sua decisione su delle considerazioni chiave, tra cui il prezzo di acquisto totale, la credibilità dell'offerta, l'esperienza e la strategia di creazione di valore dell'azienda proponente e la compatibilità dell'azienda PE proponente con l'attuale management.

5. Ulteriore *due diligence* con il management: l'azienda target inizierà a fornire informazioni confidenziali più dettagliate in quella che è tipicamente indicata come una *dataroom* virtuale dedicata agli offerenti che procedono oltre la prima fase. Alcuni dati disponibili nella *dataroom* sono le

informazioni finanziarie e i bilanci storici certificati, l'organizzazione della società, i verbali e i rapporti del consiglio di amministrazione, i registri dettagliati delle operazioni, i contratti di proprietà e locazione, la documentazione sulla proprietà intellettuale, gli elenchi dei dipendenti e i contratti di lavoro. A questo punto, le società di *private equity* inizieranno a rivedere tutti i file rilevanti della *dataroom* e inizieranno a porre domande più specifiche e dettagliate al management. Le fasi di *due diligence* successive saranno effettuate con la supervisione delle banche d'investimento assieme ai membri del management aziendale. Inoltre, sulla base dei file della *dataroom*, il team dell'operatore comincerà a fare un *brainstorming* delle questioni critiche, utilizzando in alcuni casi dei consulenti esterni.

6. Costruire un modello operativo interno: dopo aver avuto conversazioni dettagliate con il management su tutte le principali caratteristiche del business, il team di investimento inizierà a costruire un modello operativo dettagliato basato su ipotesi e previsioni.

Un modello operativo è una ripartizione molto dettagliata delle entrate e dei costi che si basa su driver e presupposti specifici, come i costi della produzione, il numero delle filiali, il numero di clienti e la struttura dei costi fissi e variabili. Tutti questi fattori si combinano in un modello necessario per descrivere la performance finanziaria prevista dell'azienda in dettaglio. Questo dà agli investitori PE maggiori informazioni sul rendimento potenziale dell'acquisizione.

7. Memorandum di investimento preliminare: una volta che il team ha completato un modello di investimento più dettagliato, una tesi di investimento completa e una strategia, cioè il piano per realizzare la tesi di investimento, viene compilato un Memorandum di Investimento Preliminare (PIM) per riassumere l'opportunità di investimento al comitato di investimento. Le sezioni del PIM includono tipicamente:

- *Executive summary*: dettagli della transazione proposta, *background*, raccomandazione generale del team e tesi di investimento.
- Panoramica dell'azienda: come ad esempio storia, descrizione, prodotti e servizi, clienti, fornitori, concorrenti, struttura organizzativa e biografie dei dirigenti.
- Panoramica del mercato e dell'industria: tassi di crescita del mercato chiave, trend, ecc.
- Panoramica finanziaria: conto economico storico e previsionale, stato patrimoniale e analisi dei flussi di cassa.
- Rischi e aree chiave della *due diligence*: rischi potenziali per l'industria e l'impresa e aree chiave della *due diligence* completata e in corso.

- Panoramica sulla valutazione: analisi delle aziende comparabili, analisi delle transazioni M&A precedenti ed analisi LBO.
- Strategia di uscita: opzioni iniziali di uscita dall'investimento e tempi previsti per l'uscita.
- Raccomandazioni e *project plan*: il *deal team* raccomanderà di procedere con il loro *project plan* basato su un intervallo di valutazione specifico e sul budget approvato dal comitato di investimento. Il *project plan* includerà l'assunzione di consulenti terzi per eseguire la *due diligence* commerciale, finanziaria e legale ed il team terrà ulteriori discussioni con potenziali fornitori di debito e *mezzanine financing*. In questa fase, i team di investimento di solito eseguono solo la *due diligence* legale iniziale, poiché è la più costosa, e di solito attendono fino alle fasi finali del processo di offerta per completarla.

8. *Due Diligence* finale e processo fino alla presentazione dell'offerta vincolante: a condizione che il PIM sia stato accettato dal comitato di investimento della società di PE, il team di investimento e i suoi consulenti eseguiranno tutte le operazioni di *due diligence* finali e di conferma al fine di fornire un'offerta vincolante finale per la società target. In questa fase, il *deal team* ha interazioni quotidiane con la banca d'investimento e con il management. L'offerente invierà delle richieste di chiarimento specifiche all'azienda rispetto a tutte le questioni chiave in sospeso. Queste potrebbero includere richieste di visite in loco, chiamate con specifici venditori, figure aziendali, clienti e fornitori. Inoltre, il *deal team* gestirà i suoi consulenti su altri flussi di lavoro di *due diligence*, come quella commerciale, finanziaria e legale. Per esempio, i consulenti di gestione (McKinsey, Bain, BCG, ecc.) sono tipicamente assunti per eseguire la *due diligence* commerciale sul mercato, i trend e le relazioni con i clienti. I contabili (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, Deloitte, ecc.), in particolare all'interno del gruppo *transaction services* della società di revisione, vengono assunti per eseguire una *due diligence* finanziaria per assicurare che tutte le informazioni finanziarie fornite siano accurate. Gli avvocati delle operazioni di M&A sono assunti per eseguire la *due diligence* legale e per gestire la stesura iniziale dei documenti di acquisizione. Il tempo medio per l'intero processo di *due diligence* di conferma, che si verifica tra il primo round di offerte e l'offerta vincolante finale, è di circa 3-6 settimane.

9. Aggiornamento e approvazione finale del comitato d'investimento: a seconda dell'esatto processo d'investimento della società di *private equity*, il team d'investimento deve informare il comitato d'investimento sulle variazioni delle questioni riguardanti il deal. Una volta che tutti gli elementi di *due diligence* sono chiariti ed il team di investimento è pronto a procedere, viene completato un Memorandum finale di investimento (FIM).

10. Offerta finale vincolante e firma: se riceve l'approvazione, il team di investimento presenterà un'offerta finale per la società target. Questa offerta finale è quasi sempre vincolante ed include il prezzo d'acquisto finale, la stipula del finanziamento con l'impegno delle banche d'investimento e gli accordi preliminari di fusione da discutere con i legali dell'azienda target. Il venditore e le banche passeranno alcuni giorni a discutere le varie offerte finali fino a sceglierne una. Dopodiché le trattative tra gli avvocati dell'azienda e quelli della società di PE continueranno per finalizzare il *Merger Agreement* (anche chiamato *Purchase Agreement*) e altri documenti relativi alla transazione. Saranno negoziati diversi punti chiave del *Merger Agreement* ed il più importante di questi è la *Purchase Price Consideration*, cioè la definizione di ciò che deve essere sottratto dal prezzo di acquisto per calcolare l'importo totale pagato ai venditori. Inoltre, il *Merger Agreement* definirà la logistica dei trasferimenti di denaro agli azionisti, gli operatori e quanto deve essere trattenuto per le rettifiche post-transazione.

1.3.1.3 Processo di investimento: dalla firma alla chiusura

Una volta che una società di *private equity* ha ufficialmente firmato un accordo con la società target, entrambe le parti rilasceranno congiuntamente un comunicato stampa per annunciare la transazione. Da lì, entrambe le parti lavoreranno per chiudere la transazione, che può richiedere da pochi mesi a un anno per essere completata, a seconda delle dimensioni e della complessità della transazione. A questo punto le principali interazioni saranno tra gli avvocati che rappresentano l'acquirente e il venditore.

1.3.1.4 Criteri per i candidati al LBO

Un investitore PE deve valutare diversi fattori per determinare se una data opportunità di investimento è buona ed appropriata per l'azienda PE. La ricerca è necessaria per capire la situazione finanziaria di un'azienda, la posizione di mercato, le tendenze del settore e il finanziamento del debito disponibile. Prendendo in esempio le operazioni di *leveraged buy out* (LBO), un buon candidato ha tipicamente le seguenti caratteristiche:

1. Forte posizione di mercato e vantaggi competitivi sostenibili: i candidati LBO includono aziende che sono leader di mercato con modelli di business sostenibili. Alcune caratteristiche da tenere in conto possono essere quelle dettate dal Modello delle Cinque Forze di Porter.
2. Ottime possibilità di crescita: è sempre utile avere una strategia di crescita equilibrata e diversificata, in modo che il successo di un'azienda non dipenda completamente da un solo fattore.

Ciò potrebbe includere la crescita attraverso l'introduzione di nuovi prodotti, l'aumento del numero di sedi, nuovi clienti, l'aumento della profittabilità dei clienti attuali (ad esempio tramite prodotti *upselling*), l'esplorazione di settori adiacenti e l'espansione in nuove aree geografiche, tra le altre possibilità.

3. Flussi di cassa stabili e ricorrenti: a causa della dipendenza da un'alta leva finanziaria, le imprese di PE devono trovare aziende con flussi di cassa stabili e ricorrenti per avere un flusso di cassa sufficiente a servire tutte le sue esigenze di debito. Questo richiede di avere un'esposizione relativamente bassa alle fluttuazioni stagionali dei flussi di cassa, così come una bassa sensibilità alle fluttuazioni cicliche, quindi relativamente immune alle flessioni economiche o ai prezzi delle materie prime.

4. Bassi requisiti di spesa di capitale: le aziende con bassi requisiti di spesa di capitale per il mantenimento forniscono al management una maggiore flessibilità in termini di come può allocare il capitale dell'azienda e gestire le sue operazioni: investire in spese di capitale per la crescita, fare acquisizioni *bolt-on*, migliorare la crescita nelle sue operazioni principali, o restituire il capitale ai suoi azionisti sotto forma di dividendi. Le aziende ad alta intensità di capitale ottengono tipicamente valutazioni più basse da parte delle società di *private equity*, poiché c'è meno capitale disponibile dopo gli interessi passivi e c'è un maggiore rischio finanziario nell'affare.

5. Tendenze industriali favorevoli: le società di *private equity* sono continuamente alla ricerca di aziende che siano ben posizionate per beneficiare di tendenze industriali attraenti, dato che ciò si traduce in una crescita superiore del mercato e fornisce un potenziale di rendimento azionario più forte così come una maggiore protezione dai ribassi. Le variabili da prendere in considerazione includono l'aumento dell'automazione, il cambiamento delle abitudini dei clienti, l'adozione di una tecnologia *disrupting*, la digitalizzazione, i cambiamenti demografici e l'aumento della regolamentazione.

6. Un forte team di gestione: avere un management capace è cruciale per il successo, dato che le società di *private equity* forniranno una guida strategica ma si affideranno prevalentemente ad esso per eseguire la loro strategia operativa. Se una società non ha un forte team di gestione, la società di *private equity* deve avere un sostituto pronto prima ancora di contemplare seriamente l'investimento.

7. Molteplici aree per la creazione del valore: oltre alle caratteristiche di cui sopra, un buon candidato per il LBO avrà anche molteplici aree in cui la società di PE può creare valore aggiunto. Gli esempi includono la vendita di attività sottoperformanti, l'aumento dell'efficienza delle operazioni, l'ottimizzazione dei prezzi, la struttura organizzativa e la diversificazione della base di clienti.

Un esempio di LBO è il caso Hilton Hotels e Blackstone Group¹⁴. Nel 2007 l'operatore ha acquistato la catena di alberghi di lusso per \$26 miliardi, di cui \$5,5 miliardi forniti direttamente da Blackstone, mentre i restanti \$20,5 miliardi in debito finanziato da terzi. Con l'inizio della crisi del 2007, però, Hilton ha faticato a generare dei flussi di cassa, mettendo in pericolo la profittabilità dell'operazione e Blackstone ha visto il proprio investimento perdere il 70% del valore. Ciononostante, Hilton ha successivamente potuto rifinanziarsi a tassi inferiori, ristrutturando il debito e riprendendo l'attività con redditività. Blackstone ha poi venduto l'azienda nel 2018, superando le difficoltà e con un profitto di quasi \$14 miliardi di dollari. In questo caso sono rappresentate tutte le caratteristiche precedentemente elencate, infatti Hilton possedeva una posizione di mercato molto forte, buone prospettive di crescita per la scalabilità del business model, flussi di cassa piuttosto stabili, in quanto non è una catena stagionale, requisiti di spesa non eccessivamente elevati ed un management esperto. Il mutamento del macroambiente ha però minato pesantemente il successo dell'operazione, che ha raggiunto allo stesso modo un rendimento di circa il 250%.

1.3.1.5 Aree di due diligence

Una parte cruciale del processo di investimento è la *due diligence* eseguita sull'azienda. Questo processo di analisi ed indagine è cruciale per il successo dell'investimento e lo sponsor finanziario deve esaminare tutti gli aspetti critici dell'azienda target: commerciali, finanziari e legali. La maggior parte del tempo è dedicata alla *due diligence* commerciale, mentre le aree finanziaria e legale sono di natura più confermativa. Le società di PE si affidano a consulenti esterni per alcune parti della *due diligence*, ma la decisione di investimento è responsabilità dell'azienda.

- La *due diligence* commerciale comprende l'analisi della proposta di valore dell'azienda, la posizione di mercato, la performance storica e le tendenze del settore al fine di valutare la capacità di raggiungere gli obiettivi previsti.
- La *due diligence* finanziaria conferma che tutte le informazioni finanziarie fornite siano accurate ed aiuta le aziende di PE a capire alcune delle dinamiche uniche dell'azienda dal punto di vista del reporting finanziario. Le aziende tipicamente assumono contabili e/o

¹⁴ Fonte: Bloomberg, *Blackstone exits Hilton, earning \$14 billion after 11 years*, 18 maggio 2018

revisori per rivedere in dettaglio le finanze, le operazioni, i clienti, i mercati e le questioni fiscali.

- La *due diligence* legale è principalmente confermativa. Si concentra sulla conferma che l'azienda target non sia soggetta ad alcuna responsabilità futura, incluse questioni normative, cause legali possibili o in corso e disposizioni contrattuali insolite o onerose.

1.3.2 La creazione di valore nella gestione aziendale

Le società di *private equity*, interagendo con le aziende in portafoglio, forniscono delle competenze di cui precedentemente le società non potevano godere. La maggior parte delle società di PE crea una stretta relazione professionale con i management delle rispettive società in portafoglio. Piuttosto che partecipare quotidianamente all'attività aziendale, le società di PE cercano tipicamente di creare valore collaborando con il management nell'identificare ed eseguire le priorità finanziarie, operative e strategiche. Inoltre, un'azienda di PE di solito avrà alcune nomine nel consiglio di amministrazione della società, grazie alle quali può influenzare attivamente e direttamente il processo decisionale operativo e strategico dell'azienda.

Alcuni esempi dei metodi con cui le società di PE possono creare valore per la società in portafoglio:

- Network settoriale: le società in portafoglio possono beneficiare delle relazioni delle società di PE, sia nella comunità finanziaria che aziendale. Le società di PE hanno relazioni con le banche d'investimento, gli operatori ed altre società, offrono esposizione alle conferenze di settore e forniscono i contatti con dei consulenti aziendali esperti.
- Esperienza nella gestione di aziende: grazie alla loro esperienza nella gestione di molte aziende, spesso in vari settori, gli sponsor finanziari possono istruire i management e aiutare ad implementare le *best practice* del settore per le aziende in portafoglio. Gli sponsor possono supportare gli imprenditori nell'apprendere le migliori strategie per l'ottimizzazione delle vendite, la determinazione dei prezzi, l'efficienza dei costi e altre tecniche di gestione vitali. Inoltre, uno sponsor finanziario in alcuni casi può decidere di sostituire tutto o parte dell'attuale team di gestione con un dirigente o un team di grande esperienza del settore. Altre volte, l'azienda PE deciderà di mantenere l'attuale management e di incentivare i suoi membri a raggiungere gli obiettivi di crescita. In entrambi i casi, l'azienda PE può aiutare la società in portafoglio a raggiungere risultati superiori migliorando il team di gestione e la sua capacità di gestire il business.
- Trasformazione delle imprese: l'azienda PE potrebbe aiutare a cambiare e migliorare l'impresa attraverso nuovi prodotti o aiutandola ad espandersi in vari settori o Paesi. Per esempio, un'azienda potrebbe dover cambiare il suo orientamento da un modello *business-to-*

business a un modello *business-to-consumer*. Attraverso queste trasformazioni, i processi inefficienti possono essere migliorati, le catene di fornitura e i canali di distribuzione possono essere snelliti, il numero di dipendenti necessari può essere ridotto per aumentare la produttività e possono essere introdotti nuovi prodotti.

- M&A: le aziende di PE hanno molta esperienza nell'acquisizione di alcune aziende e nell'integrazione di esse. Entrambi questi fattori possono essere estremamente preziosi per le società in portafoglio che perseguono una strategia di crescita orientata all'acquisizione. Le giuste acquisizioni possono aiutare a migliorare la posizione di mercato di un'azienda, possono creare forti partnership nel settore e fornire sinergie di costi e ricavi, aumentando il valore dell'azienda.
- Ottimizzazione dell'*exit*: le aziende di PE sono esperte nel presentare le società in vendita e possono fornire esperienza e risorse inestimabili quando arriva il momento di uscire da un investimento.
- Ingegneria finanziaria: gli sponsor finanziari aiutano a creare valore ottimizzando la struttura del capitale di un'azienda target. Comprendendo quale sia la struttura di capitale ottimale per un'azienda, le società di *private equity* possono massimizzare i rendimenti per se stesse e per tutti gli altri *stakeholders*.

1.3.3 Valorizzazione e disinvestimento

Le aziende di PE acquisiscono società con l'intento di disinvestire godendo di un apprezzamento rispetto al capitale inizialmente investito. Un tipico lasso di tempo prima dell'*exit* varia tra i cinque e i sette anni. La maggior parte degli investitori di *private equity* richiede un TIR atteso superiore al 25% prima di considerare di intraprendere un *leveraged buy out* di una potenziale società target. Di solito, i membri senior del team d'investimento effettuano delle ipotesi critiche sul potenziale multiplo d'uscita (EBITDA e P/E) e sull'ammontare massimo del carico di debito che la società target può gestire per raggiungere rendimenti così alti senza assumere rischi eccessivi. L'attenzione è tipicamente sul multiplo del capitale investito piuttosto che sul TIR, perché l'obiettivo è quello di ottenere un rendimento totale del capitale più alto piuttosto che ricevere l'investimento indietro in un periodo di tempo più breve.

Ci sono tre metodi principalmente usati per aumentare il valore di uscita:

- Crescita dell'EBITDA e dei guadagni: l'aumento dell'EBITDA e dei guadagni è il modo più efficace per aumentare il valore del capitale. I modi tipici per aumentare l'EBITDA o i guadagni includono l'aumento delle vendite, la riduzione delle spese generali e l'aumento del

marginale lordo. Un EBITDA più alto aumenterà il valore dell'azienda ed andrà a beneficio dei possessori di capitale.

- Espansione dei multipli: i multipli di valutazione sono legati alle prospettive di crescita di un'azienda, alla performance operativa e al panorama competitivo, e possono variare drasticamente a seconda dell'ambiente di mercato. Pertanto, una società di PE può cercare di analizzare il macroambiente e la traiettoria di crescita della società in portafoglio per vendere ad un multiplo più alto di quello che è stato pagato all'investimento iniziale. I multipli sono generalmente molto dipendenti dalle condizioni di mercato, quindi una situazione ideale sarebbe quella di acquistare aziende in un momento in cui i multipli di mercato sono più bassi e vendere quando i multipli sono più alti, anche se ciò può richiedere analisi complesse ed una grande esposizione al rischio. Inoltre, una società di PE può cercare di migliorare il multiplo di uscita di una società spostando la società verso un mix più attraente di linee di business, ad esempio tramite acquisizioni mirate, durante il periodo di investimento, permettendo così alla società di essere potenzialmente venduta per un multiplo EBITDA/utile più alto di quello per cui è stata acquisita.

Quando si valuta inizialmente un'opportunità di investimento, gli investitori di PE devono sempre tenere a mente che la strategia di uscita è cruciale per il successo complessivo dell'operazione. Quindi devono valutare i possibili scenari in base alle tipologie di uscita: tipicamente una vendita ad un acquirente strategico, un'offerta pubblica iniziale o un *buy out* secondario. L'opzione più desiderabile di solito è quella di vendere a un compratore strategico, perché i compratori strategici possono pagare multipli più alti per un business rispetto ai compratori finanziari e l'investitore riceverebbe un ritorno alla chiusura della vendita, piuttosto che aspettare il completamento di un'offerta pubblica ed il successivo periodo di *lock-up*. Altre opzioni di uscita includono il rifinanziamento, le vendite parziali e le liquidazioni.

Nel decidere quale strategia di uscita perseguire, l'investitore deve considerare l'ambiente macroeconomico, legale, fiscale e normativo. I rischi macroeconomici includono le condizioni dei mercati dei capitali pubblici e le tendenze attuali dei prestiti bancari, come i tassi di interesse e la disponibilità a prestare capitale. Per cui in un periodo di *credit crunch*, una banca potrebbe non essere disposta a prestare finanziamenti a un potenziale acquirente, riducendo così le opportunità di uscita.

I tre possibili scenari precedentemente elencati sono:

- La vendita commerciale: uno sponsor finanziario può realizzare guadagni in un investimento in una società di portafoglio tramite una vendita a un acquirente strategico. Questo permette una liquidazione dell'investimento immediata per lo sponsor finanziario. Gli acquirenti

strategici hanno solitamente l'intenzione di mantenere l'azienda acquisita a lungo termine e quindi ottenere un maggiore vantaggio competitivo e una quota di mercato nel rispettivo settore. Un acquirente strategico è di solito un'azienda non-PE e l'acquisizione è finalizzata ad ottenere un vantaggio competitivo, ad esempio tramite i brevetti, nuovi prodotti, sinergie o altri miglioramenti aziendali. Quindi la vendita commerciale di solito porta ad un prezzo di vendita superiore. Per queste ragioni, la vendita a un compratore strategico è generalmente l'opzione di uscita preferita da un investitore.

- **Offerta pubblica iniziale:** il vantaggio principale di una strategia di *exit* effettuata tramite IPO è la potenziale valutazione elevata, a condizione che ci sia la domanda da parte degli investitori per il capitale della società e condizioni stabili e favorevoli del mercato pubblico. Detto questo, una IPO comporta alti costi di transazione, inoltre, se lo sponsor finanziario sta cercando di uscire completamente dalla società in portafoglio, i potenziali investitori pubblici potrebbero vedere un'uscita completa come una mancanza di fiducia nelle prospettive future del business. Inoltre, i termini dell'IPO possono proibire allo sponsor finanziario di uscire da alcune o tutte le sue posizioni per un periodo di tempo, chiamato *lock-up*. Altri rischi potenziali di una IPO includono il rischio ambientale del mercato azionario pubblico e la probabilità di raggiungere un prezzo scontato a causa dell'IPO. Un'IPO è infatti generalmente prezzata a sconto del 15%-20% sul prezzo di scambio atteso delle azioni una volta che l'IPO è completata. Questo sconto è ideato per incentivare gli investitori, ma si potrebbe tradurre in un valore lasciato sul tavolo dall'emittente dell'IPO, che ha un impatto diretto sul valore ottenibile per i possessori di azioni della società di PE.

- **Buy out secondario:** uno sponsor finanziario può vendere una società in portafoglio ad un altro sponsor finanziario in una transazione di *buy out* nota come *buy out* secondario. Questo nome deriva dal fatto che un'azienda precedentemente soggetta ad un *buy out* viene venduta ad un nuovo acquirente con un ulteriore *buy out*.

Una possibile motivazione per questo tipo di uscita è che lo sponsor finanziario e l'attuale team di gestione ritengono che un altro sponsor finanziario possa aggiungere valore alla società mentre si muove verso la prossima fase del suo sviluppo. In alternativa, una società di PE può decidere di vendere l'azienda a un altro sponsor finanziario se ha raggiunto il periodo minimo di investimento e ha già creato un alto tasso di rendimento sul suo investimento iniziale. Altri potenziali benefici della vendita a un'altra società di PE includono una maggiore flessibilità nella struttura contrattuale della vendita, dando vita a nuovi assetti societari.

Tuttavia, uno sponsor finanziario è quasi sempre un operatore speculativo, quindi cercherà di acquistare l'attività ad una valutazione minima, tipicamente ad un prezzo molto più basso di quanto farebbe un acquirente strategico. Inoltre, il prezzo di vendita raggiungibile potrebbe dipendere fortemente dalle condizioni del mercato del debito.

2 L'evoluzione del mercato

Nel corso degli anni, gli operatori ed i veicoli di *private equity* hanno assunto diverse forme, evolvendosi ed acquisendo forme e metodologie di raccolta ed investimento adatti agli obiettivi degli investitori ed alle caratteristiche ambientali del mercato.

In questo capitolo verranno discussi alcuni di essi, presentandone le principali caratteristiche, fino a giungere alle SPAC, cioè le *Special Purpose Acquisition Companies*, analizzandone il funzionamento ed i principali motivi che le hanno portate ad una crescita esponenziale nel 2020 e 2021.

2.1 Gli operatori

2.1.1 Club deal

Un *club deal* è un sindacato di investimento composto da investitori interessati a supportare e gestire un'azienda promettente, remunerando il rischio assunto.

Grazie a questo sindacato, le società interessate ad investire possono unirsi assieme per acquisire aziende target molto interessanti con operazioni ed importi flessibili, assumendo un minor rischio rispetto a fare l'acquisizione singolarmente.

Proprio per queste caratteristiche, i *club deal* stanno assumendo importanza anche in Italia, dove sono presenti prevalentemente PMI.

2.1.2 Family office

I *family office* sono società di gestione patrimoniale che servono investitori ad alta capacità reddituale. Sono diversi dai tradizionali negozi di gestione patrimoniale in quanto offrono una soluzione in *outsourcing* per gestire l'aspetto finanziario e patrimoniale di un individuo o di una famiglia benestante. Per esempio, molti *family office* offrono servizi di budgeting, assicurazioni, beneficenza, trasferimento di ricchezza, servizi fiscali e, in generale, tutti i servizi necessari per una famiglia ad elevato reddito, come l'istruzione privata, l'organizzazione di viaggi ed altre questioni domestiche.

I *family office* sono tipicamente definiti come monofamiliari o multifamiliari. Gli uffici monofamiliari servono solo una famiglia, mentre gli uffici multifamiliari sono più strettamente legati alle tradizionali pratiche di gestione patrimoniale privata, cercando di costruire il loro business servendo molti clienti. Gli uffici multifamiliari sono più diffusi grazie alle economie di scala che permettono la condivisione dei costi tra la clientela.

Fornire consigli e servizi per le famiglie nell'ambito di un piano di gestione patrimoniale completo va ben oltre la capacità di un singolo consulente professionale, richiedendo uno sforzo ben coordinato e collaborativo da parte di un team di professionisti in materie legali, assicurative, di investimento, immobiliari, aziendali e fiscali per fornire la pianificazione, la consulenza e le risorse necessarie. La

maggior parte dei *family office* combina la gestione del patrimonio, la gestione della liquidità, la gestione del rischio, la pianificazione finanziaria, la gestione del tenore di vita ed altri servizi per fornire a ogni famiglia gli elementi essenziali per affrontare la propria gestione patrimoniale.

Più in generale, alcune famiglie molto abbienti potrebbero desiderare di affidare il proprio patrimonio ai consulenti di un *family office* affinché sia garantita la messa a frutto dell'eredità e che, durante il ricambio generazionale, le aziende di famiglia siano supportate da una seconda generazione aiutata sin dall'età scolastica.

Molti *family office* fungono inoltre da concierge personale per le famiglie, gestendo i loro affari personali e soddisfacendo le loro esigenze di stile di vita.

Negli ultimi anni i *family office* hanno ottenuto importanza anche negli investimenti di start up, ma generalmente le operazioni sono di lungo periodo o addirittura permanenti, concentrandosi su aziende familiari, in ottica di massimizzazione del valore, piuttosto che di disinvestimento.

2.1.3 Search fund

I *search fund* non differiscono molto dai tradizionali fondi di *private equity* e sono nati negli anni '80 negli Stati Uniti con l'obiettivo di sostenere uno o più imprenditori con risorse limitate a trovare aziende target da acquisire e gestire.

Il ciclo di vita non differisce da quello visto nel primo capitolo, con un mantenimento delle aziende nel portafoglio per circa 5-7 anni. Le aziende target sono generalmente PMI in *later stage*, che seppur non siano posizionate nel migliore dei modi sul mercato, sono generalmente già redditizie e possiedono liquidità.

2.1.4 Pledge fund

Un *pledge fund* è un tipo di veicolo di investimento in cui i partecipanti si impegnano a contribuire al capitale per una serie di investimenti. A differenza di un fondo di *private equity*, i contribuenti di un *pledge fund* si riservano il diritto di esaminare ogni investimento prima di contribuire. Se non approvano lo specifico investimento considerato, possono astenersi dall'investire in quel particolare progetto.

I *pledge fund* sono un approccio comune agli investimenti di capitale di rischio tra gli investitori che desiderano mantenere il controllo sulle decisioni di investimento individuali.

Il concetto di fondi di pegno ha guadagnato popolarità dopo la bolla *Dot-com* della fine degli anni '90 e dei primi anni 2000. Durante quella crisi, i fondi comuni tradizionali che avevano fatto investimenti aggressivi in aziende tecnologiche hanno affrontato enormi perdite. In risposta, alcuni investitori hanno preferito i *pledge fund*, in quanto per questi investitori era importante non essere costretti a

sostenere imprese in cui non volevano investire, ma che la maggioranza degli investitori sostenevano. Per cui durante il crollo delle *Dot-com*, questa è stata una gradita innovazione.

Anche se ha le sue radici nel settore delle start up tecnologiche, i *pledge fund* sono usati in una varietà di industrie e non sono limitati agli investimenti *early stage*. Infatti, grazie alla flessibilità offerta, i gestori di questi fondi possono trovare più facile la raccolta.

Ma i *pledge fund* hanno anche potenziali svantaggi. In particolare, questi fondi possono essere meno in grado di trarre vantaggio dalle opportunità di investimento sensibili al tempo, proprio a causa della mancanza di certezza sulla partecipazione di tutti gli investitori. Allo stesso modo, i gestori possono avere difficoltà a trovare investitori terzi per partecipare ad alcune operazioni poiché gli individui coinvolti nel fondo potrebbero essere diversi da un affare all'altro.

Infine, i venditori con più pretendenti potrebbero preferire trattare con una struttura di fondi più tradizionale in cui il capitale permanente è già presente, specialmente se desiderano chiudere la vendita più velocemente possibile.

2.1.5 Fondi sovrani

Un fondo sovrano è un fondo d'investimento statale alimentato da capitali di fonti diverse, gestiti separatamente rispetto ai capitali delle banche centrali e con obiettivi differenti. I fondi sovrani, generalmente, forniscono un beneficio all'economia del Paese a cui appartengono ed ai suoi cittadini. Le fonti più comuni sono le riserve in surplus dalle entrate delle risorse naturali di proprietà dello stato, le eccedenze commerciali, le riserve bancarie che possono accumularsi dagli eccessi di bilancio, le operazioni in valuta estera, il denaro proveniente dalle privatizzazioni ed i pagamenti dei trasferimenti governativi.

In generale, i fondi sovrani di solito hanno uno scopo mirato. Alcuni paesi hanno fondi sovrani che possono essere simili al capitale di rischio per il settore privato.

Simili a qualsiasi altro tipo di fondo d'investimento, i fondi sovrani hanno i loro obiettivi ed, a seconda di essi, la gestione del rischio può variare sensibilmente.

Storicamente, i fondi sovrani hanno preso particolare importanza successivamente alla crisi dei *subprimes*, ottenendo un ruolo strategico per gli Stati. Nella crisi del 2007 l'obiettivo era generalmente quello di supportare gli istituti bancari, ma successivamente il focus degli investimenti si è ampliato ad altri settori strategici, come le *utilities*.

Le classificazioni tradizionali dei fondi sovrani includono:

- Fondi di stabilizzazione
- Fondi di risparmio o di generazione futura
- Fondi di riserva per pensioni di pubblica utilità

- Fondi di investimento di riserva
- Fondi sovrani di sviluppo strategico (SDSWF)
- Fondi che puntano a settori specifici (possibilmente emergenti o in difficoltà)
- Fondi di riserva in valuta estera

Il fatto che alcuni fondi sovrani stiano assumendo così tanta importanza nel panorama mondiale sta muovendo alcuni dubbi e perplessità, in quanto è possibile che vengano utilizzati con un obiettivo politico, soprattutto poiché molti di questi fondi agiscono con poca trasparenza.

I primi cinque più grandi fondi sovrani per attività ad agosto 2020 sono:

- Norway Government Pension Fund Global \$1.073.590.000.000
- China Investment Corporation \$940.604.000.000
- L'autorità per gli investimenti di Abu Dhabi \$579.621.120.000
- L'autorità per gli investimenti del Kuwait \$533.650.000.000
- Il portafoglio investimenti dell'Autorità monetaria di Hong Kong \$528.054.000.000¹⁵

2.1.6 Veicoli di permanent capital

Un veicolo di *permanent capital* (PCV) è un'entità di investimento creata per gestire il capitale disponibile per un orizzonte temporale di lungo termine.

Un PCV è generalmente utilizzato al servizio della crescita del capitale al tasso ideale a lungo termine ed è quindi meno interessato alla performance a breve termine di un prodotto finanziario.

I PCV possono presentarsi sotto forma di partnership, trust o società e possono essere quotati in borsa o detenuti privatamente. Le strutture di capitale permanente includono ad esempio le *master limited partnerships*, società in accomandita scambiate pubblicamente in borsa o i *real estate investment trusts* (REITs), società che possiedono, finanziano o gestiscono immobili che producono reddito.

Il concetto di investimenti a capitale permanente è relativamente nuovo e si dice spesso che sia nato dalla Berkshire Hathaway, azienda di enorme successo e di lunga durata di Warren Buffett, il quale ha una strategia di *value investing* basata sullo *stock picking*, come ad esempio avvenuto nel suo investimento in Coca-Cola che va avanti dal 1988.

¹⁵ Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute

2.2 Le SPAC

2.2.1 Caratteristiche delle SPAC

Le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC)¹⁶ sono delle *shell companies* che raccolgono capitale attraverso un'offerta pubblica iniziale e ne utilizzano i proventi con l'obiettivo di finanziare una o più fusioni con aziende private, con la finalità di renderle quotate.

Gli obiettivi di investimento vengono definiti all'inizio della fase di raccolta e gli sponsor della SPAC hanno tipicamente da 18 a 24 mesi per trovare un obiettivo di acquisizione e spesso attingono ad altre fonti di finanziamento, tra cui i *private investments in public equity* (PIPE deals). Questa scadenza di 24 mesi è progettata per aiutare gli investitori ad avere un ritorno tempestivo della maggior parte del loro capitale nel caso in cui non dovesse venir trovata un'acquisizione, ma mette anche il management delle SPAC sotto pressione per identificare un'azienda target e completare l'acquisizione, portando a volte a comportamenti distortivi. Se il management non identifica la società target entro il termine di 24 mesi, la SPAC deve sciogliersi e restituire agli investitori la quota dei beni detenuti nel conto vincolato. Per concludere l'operazione deve essere utilizzato almeno l'80% della raccolta.

Una volta che i manager della SPAC selezionano una potenziale società target, appropriata rispetto agli obiettivi iniziali, devono ottenere l'approvazione per eseguire la transazione attraverso il voto degli azionisti. Alcune SPAC hanno per obiettivo un settore specifico, altre invece sono più generaliste, ma in ogni caso gli investitori fanno molto affidamento al profilo professionale degli sponsor, che solitamente sono personalità importanti.

La *due diligence* e il materiale di supporto vengono poi inviati agli investitori, compresa la strategia dettagliata della transazione. L'insieme dei documenti inviati dal management della SPAC agli investitori è chiamato *proxy statement* e contiene le informazioni finanziarie ed altre informazioni sull'acquisizione, le quali sono necessarie per approvare la *business combination*. Ci sono differenze significative nella responsabilità e negli obblighi di divulgazione per quanto riguarda una società che si quota attraverso una IPO tradizionale e una che diventa pubblica tramite una SPAC. Negli Stati Uniti la SEC effettua una revisione della dichiarazione ed eventualmente la commenta, una volta che gli sponsor della SPAC modificano la dichiarazione con gli emendamenti della SEC, il documento è nella sua bozza finale e può essere divulgato agli azionisti per l'approvazione.

Per ragioni di trasparenza e di regolamentazione gli sponsor della SPAC devono comunicare alcuni rischi agli investitori. Due esempi tipici di rischio che le SPAC IPO presentano sono:

¹⁶ Fonti: Gervasoni, A., & Sattin, F. L., *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2020; Fumagalli, M., *Lo sviluppo della SPAC (Special purpose acquisition company) in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, 2014; Gigante, G., Conso, A., *Le SPAC in Italia: stato di un fenomeno in evoluzione*, 2019.

- Cattiva gestione: il rischio che la SPAC può affrontare è quello di essere gestita da manager non qualificati o incompetenti, inoltre tale rischio è anche difficile da prevenire in quanto la società come già detto non ha una storia operativa e non esistono dati storici sulle performance passate.
- Rischio di liquidazione: è il rischio che il management della SPAC non sia in grado di completare con successo un'acquisizione e la SPAC venga liquidata. Questo rischio nelle SPAC è mitigato dal sistema di protezione degli investitori che ne prevede il rimborso, poiché i loro fondi sono tenuti in un deposito a garanzia. Nonostante questa salvaguardia, se la SPAC viene liquidata, gli investitori potrebbero perdere dall'8% al 15% del loro investimento perché devono sostenere parte dei costi. Un'altra possibilità che gli investitori hanno per liquidare il loro investimento in una SPAC è di vendere la loro *unit* nel mercato secondario.

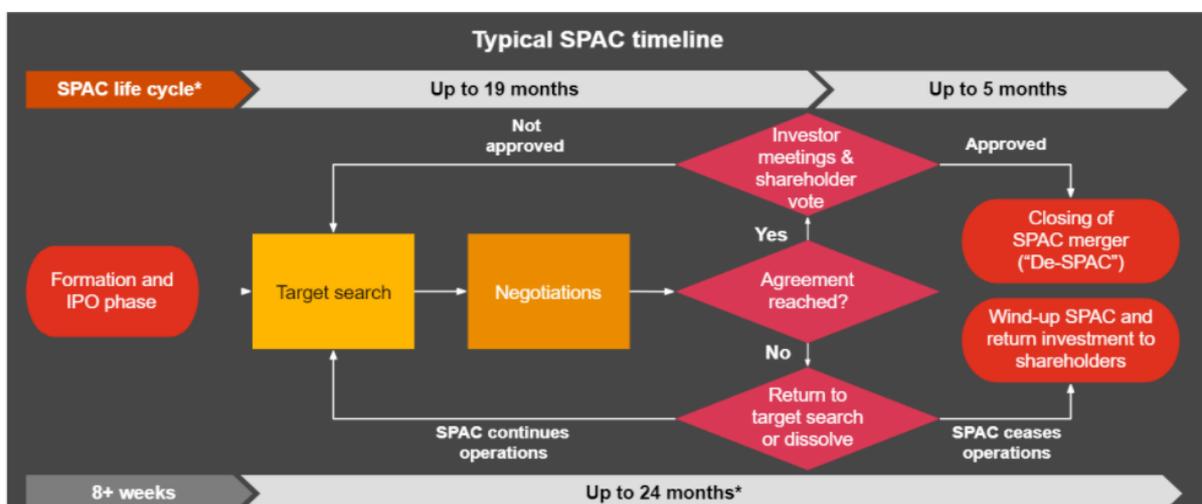
Gli investitori IPO ottengono delle *unit*, di solito del valore di 10 dollari l'una, composte da un'azione e un *warrant*, o una frazione di esso, che dà il diritto di acquistare successivamente ulteriori azioni ad un prezzo che solitamente equivale a 11,50 dollari. In genere, in media 90 giorni dopo l'IPO della SPAC, le azioni ordinarie e i *warrant* saranno scambiati separatamente.

In cambio del finanziamento di quello che è essenzialmente un assegno in bianco, gli investitori hanno la possibilità di riavere il loro investimento iniziale mantenendo i *warrant*.

In caso di estinzione della SPAC, essi ottengono automaticamente un rimborso più gli interessi per aver mantenuto il proprio denaro nel *trust* istituito dalla SPAC.

Questo è un grande vantaggio per gli investitori, perché nell'effettuare l'investimento hanno maggior sicurezza nella possibilità di recuperare il denaro investito se l'operazione non dovesse andare a buon fine o se, seppur conclusa, valutassero di non voler proseguire con l'investimento fino all'avvenuta *business combination*.

Figura 11: Il ciclo di vita tipico delle SPAC



Fonte: PwC

Le SPAC sono molto attraenti sia per gli investitori che per gli sponsor, motivo per cui sono esplose in Italia nel secondo decennio degli anni 2000. In genere lo sponsor SPAC, in cambio di un contributo simbolico verso il fondo che solitamente equivale a circa 25000 dollari, riceve le *founder shares*, che gli garantiranno il 20% delle azioni post-IPO. Nonostante ciò, è generalmente vietato loro di vendere le azioni sul mercato secondario prima di completare l'acquisizione. Questo meccanismo serve ad allineare l'interesse dell'investitore e del management a completare un'acquisizione che sia valida.

Lo sponsor paga per la sottoscrizione e altre commissioni, ma in caso di riuscita nella *business combination*, i rischi saranno irrilevanti ed i guadagni elevati. Anche se il prezzo delle azioni dovesse diminuire dopo la fusione, infatti, le *founder shares* offrono una forte garanzia contro le perdite, mentre se il prezzo sale, sia i *warrant*, che l'apprezzamento stesso, andranno a produrre ulteriore profitto.

Per questo motivo uno dei fattori fondamentali per il successo di una SPAC è la qualità del team degli sponsor, i quali solitamente hanno decenni di esperienza nella gestione aziendale e nelle operazioni di M&A. Essi, però, oltre a dover essere molto competenti, devono prevedere degli incentivi sia per se stessi che per l'azienda target, i quali devono essere dichiarati anche agli investitori, in modo tale che la *business combination* e le successive fasi di vita dell'azienda vengano seguite in maniera coerente con gli obiettivi iniziali. Ad esempio, solitamente gli sponsor e la proprietà hanno un periodo di *lock-up* in cui non possono vendere le proprie quote, oppure prevedono il raggiungimento di certe performance aziendali.

Gli investitori iniziali, d'altro canto, hanno ulteriori incentivi. Alcuni investitori istituzionali ed *hedge fund* usano le SPAC come fonte di *warrant* gratuiti. Secondo una ricerca del professore di legge di Stanford Michael Klausner e del professore della NYU School of Law Michael Ohlrogge¹⁷, questi fondi riscattano o vendono le loro azioni IPO prima che le fusioni obiettivo siano completate in media il 97% delle volte, ma mantengono e scambiano i *warrant*, portando a rendimenti superiori all'11%. I rimborsi lasciano comunemente la SPAC con solo il 25%-50% del capitale inizialmente raccolto. Per colmare il divario ed ottenere abbastanza capitale aggiuntivo per un'acquisizione più grande, gli sponsor SPAC di solito si rivolgono al finanziamento PIPE per ottenere ulteriori fondi.

La ricerca di Klausner e Ohlrogge mostra che mentre gli sponsor e gli investitori istituzionali hanno molti profitti in questi accordi, gli azionisti a lungo termine, in media, non ne hanno. Esaminando le fusioni completate tra gennaio 2019 e giugno 2020, la ricerca mostra che le SPAC hanno perso il 12% del loro valore entro sei mesi dalla fusione, mentre il NASDAQ è aumentato di circa il 30%. Dopo 12 mesi, il calo medio è stato del 35%. Bain, che ha analizzato i dati di 121 fusioni SPAC dal

¹⁷ Fonte: Klausner, Ohlrogge, & Ruan, *A Sober Look at SPACs*, 2020

2016 al 2020 negli USA, confrontando la loro performance *end-to-end* (pre e post-fusione) con quella degli investimenti nello S&P 500 fino al 25 gennaio 2021, ha osservato che i rendimenti delle SPAC sembrano migliorare in aggregato, ma le performance individuali sono molto variabili e i guadagni avvengono generalmente nel periodo precedente la fusione.

Il motivo per cui ciò avviene è dovuto al fatto che il valore delle azioni delle SPAC aumentano sulla base della valutazione dell'azienda target, a prescindere che l'operazione vada o meno in porto. Ciò porta ad un sistema in cui l'investitore associa alla SPAC i flussi di cassa attesi dell'azienda, senza che tale azienda sia stata effettivamente acquisita dalla SPAC, o che il *deal* sia ufficializzato. Inoltre, la natura delle SPAC richiama a sé aziende che solitamente sono innovative, tecnologiche o in settori dinamici, che richiedono una quotazione più rapida rispetto ad una quotazione tramite IPO, per cui aziende *growth* di cui è complesso stimare il valore. Se da una parte quindi le SPAC danno la possibilità a chiunque di investire nelle IPO con estrema facilità, dall'altra le asimmetrie informative e l'eccessiva promozione potrebbero portare a delle sopravvalutazioni ed eccessive esposizioni rispetto ad una particolare operazione.

A tal proposito per un investitore potrebbero giungere in aiuto gli ETF (Exchange Traded Fund), ma comparando l'ETF sulle SPAC Defiance Next Gen SPAC Derived ETF (con ticker SPAK US) ad un qualsiasi ETF che replichi l'S&P 500 (in questo caso ho utilizzato CSSPX), si può notare come da ottobre 2020, mese in cui è stato fondato SPAK, ad oggi, quest'ultimo ha un rendimento negativo del -6,88%, nonostante il S&P sia cresciuto del 21,89% (Figura 12).

Figura 12: Confronto tra i rendimenti delle SPAC e del S&P 500



Fonte: Analisi personale tramite Yahoo Finance

Questa differenza di rendimento è prevalentemente dovuta al fatto che le SPAC, seppur redditizie nella fase pre-fusione, non hanno solitamente come target aziende che possano sovraperformare il mercato USA o quello di riferimento, per cui un investitore *retail*, sia che preferisca una gestione attiva, sia che ne preferisca una passiva, potrebbe preferire un investimento differente, soprattutto nelle pianificazioni finanziarie con un orizzonte temporale medio-lungo, in cui sia fare *stock picking* di aziende da poco quotate tramite SPAC sia operare tramite ETF potrebbe risultare eccessivamente complesso e poco redditizio.

2.2.2 Vantaggi e svantaggi delle SPAC

Le SPAC sono un'opportunità di investimento unica che ha un considerevole numero di vantaggi per tutte le parti coinvolte: l'azienda target e i suoi proprietari, gli investitori IPO della SPAC e i manager della SPAC.

2.2.2.1 Vantaggi per l'azienda target

Dal punto di vista dell'azienda target e dei suoi proprietari, una SPAC può essere un modo vantaggioso per una piccola o media azienda di raccogliere denaro senza dover condurre una IPO tradizionale, che solitamente vede le aziende meno grandi molto svantaggiate.

Inoltre, molti management delle società non vogliono cedere una parte del controllo agli investitori di *private equity*, come potrebbe avvenire in alcune operazioni di PE.

Alcune aziende che godono di un particolare momento storico, o che operano in un settore particolarmente dinamico, potrebbero volersi quotare in tempi brevi per ottenere valutazioni migliori grazie alle SPAC. Un caso piuttosto plateale è stato quello di Airbnb, che a causa dei tempi dell'IPO tradizionale ha dovuto rimandare la quotazione che sarebbe avvenuta durante l'estate 2020, in piena pandemia, andando con ottime probabilità a diminuire l'appeal del business model di Airbnb che si basa sul turismo. Infatti, la valutazione pre-pandemia si aggirava a circa 30 miliardi, mentre nell'estate 2020 a circa 18 miliardi. Ciò ha portato non solo un ritardo nella quotazione, ma anche a problemi legati alla liquidità ed al fatto che molti dipendenti dell'azienda erano in possesso di opzioni in scadenza che senza la quotazione non avrebbero potuto esercitare, accumulando degli ingenti crediti verso l'azienda. L'azienda si è successivamente quotata il 10 dicembre 2020, raggiungendo una capitalizzazione di più di 80 miliardi nei primi giorni di IPO, ed una *market cap* di 90 miliardi a maggio 2021. Un'azienda, quindi, potrebbe preferire quotarsi in tempi minori, prima che i fattori esterni possano andare ad inficiare il proprio valore.

2.2.2.2 *Vantaggi per gli sponsor della SPAC*

Dal punto di vista del management della SPAC, essa fornisce un modo efficace per raccogliere denaro e acquistare una società. Anche se i manager non ricevono uno stipendio, come enunciato anche precedentemente, possono godere di un 20% delle azioni post-IPO dell'azienda target, andando a remunerare ampiamente sia il lavoro effettuato, che il rischio assunto, che non è elevato. I costi di consulenza, la *due diligence* sui potenziali obiettivi, così come i costi di negoziazione, strutturazione e ottenimento dell'approvazione degli azionisti per la fusione, vengono inoltre sostenuti tramite parte del denaro raccolto.

2.2.2.3 *Vantaggi per gli investitori SPAC*

Come discusso, i principali vantaggi delle SPAC per gli investitori includono il diritto alla restituzione *pro quota* dei propri investimenti se una società target non viene acquisita entro ventiquattro mesi o se decidono di non approvare l'operazione proposta.

Gli investitori hanno anche l'opportunità di realizzare un profitto sostanziale dal loro investimento iniziale se la società acquisita è percepita come una società redditizia e il prezzo delle azioni sale.

Le SPAC offrono un'opportunità a tutti gli investitori, indipendentemente dalla quantità di capitale che hanno.

2.2.2.4 *Svantaggi e limiti delle SPAC*

Quotarsi tramite una SPAC ha anche degli svantaggi per le aziende. Anche se queste aziende non devono convincere un grande gruppo di investitori, come avverrebbe con una IPO tradizionale, gli azionisti della SPAC devono approvare l'acquisizione, il che aggiunge incertezza all'operazione. Inoltre, i quotisti delle aziende private potrebbero temere una diluizione delle loro partecipazioni a causa dell'uso dei *warrant* detenuti dagli sponsor. Oltre a ciò, la variazione dell'assetto societario potrebbe portare a disordini e tensioni all'interno dell'azienda, portando ad una forte asimmetria tra gli obiettivi degli sponsor e quelli dell'azienda, in quanto i primi potrebbero desiderare dei risultati economici che si trasformino in utili e quindi dividendi, mentre i secondi potrebbero desiderare una crescita di medio-lungo periodo, andando a reinvestire gli utili abbattendo il *payout ratio* o facendo segnare dei rendimenti in borsa sotto le aspettative.

Gli investitori, inoltre, potrebbero diffidare delle SPAC e delle società SPAC perché mancano di trasparenza. Infatti, la SPAC inizialmente può beneficiare solo del know-how degli sponsor, per cui se venisse meno la fiducia in questo management team, l'investimento potrebbe divenire ancora più rischioso. Il periodo di 18-24 mesi, inoltre, come detto precedentemente, da una parte incentiva gli investimenti, dall'altra mette gli sponsor in una situazione *do-or-die*, in cui potrebbero accelerare i

tempi di *business combination* senza effettuare la corretta *due diligence* o scegliendo un'azienda target non soddisfacente, in modo tale da non perdere il proprio compenso, a discapito degli investitori. Nella Figura 13 uno schema riassuntivo dei vantaggi e degli svantaggi.

Figura 13: Schema dei vantaggi e degli svantaggi delle SPAC

	Vantaggi	Svantaggi
Promotori	Bassi costi. Elevati profitti.	Scadenza di 18/24 mesi. Disallineamento con le aziende sugli obiettivi di mercato.
Aziende	Quotazione più rapida. Valutazione certa. Più controllo sulla governance.	Incertezza sul deal. Disallineamento con gli sponsor sugli obiettivi di gestione. Diluizione delle partecipazioni.
Investitori	Accesso alle IPO. Possibilità di recesso con rimborso. Tempi certi di massimo 18/24 mesi.	Poca trasparenza. Rischio di asimmetrie informative. Disallineamento con le aziende sugli obiettivi di mercato.

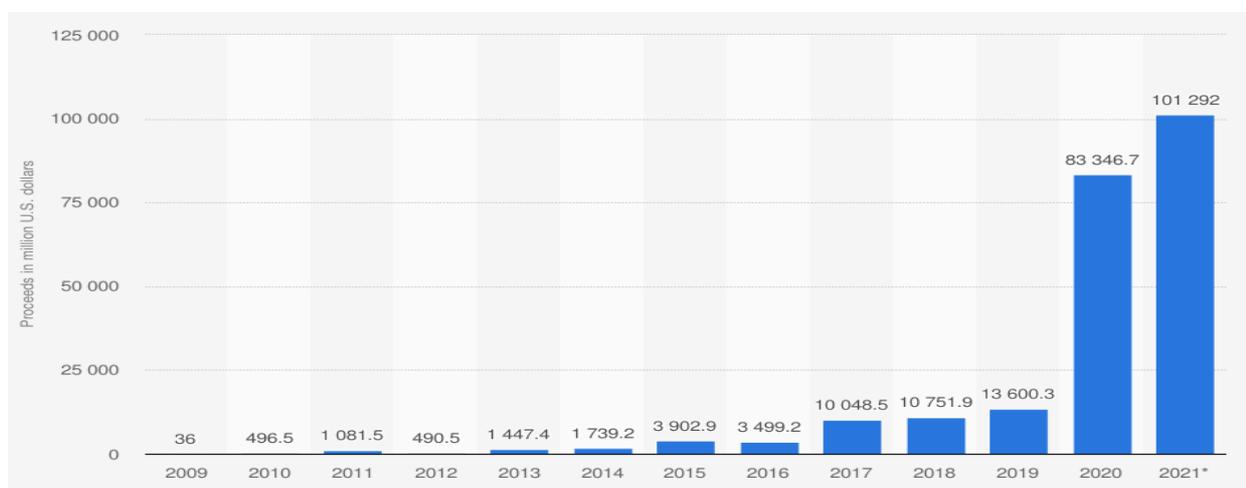
Fonte: elaborazione personale

2.2.3 Le SPAC per area geografica

2.2.3.1 Negli Stati Uniti

Nonostante le SPAC siano nate negli anni '90, esse hanno preso piede nel 2003, per poi soffrire della crisi del 2007, con una forte flessione nel 2008. Se infatti nel 2003 la raccolta delle SPAC equivaleva a \$24 milioni, nel 2007 si era giunti ad un valore di \$12 miliardi, per poi flettere nel 2008 a \$3,8 miliardi¹⁸ e crollare nel 2009 ad appena \$36 milioni. Come osservabile nella Figura 14, i valori del 2007 sono stati superati solo due anni fa, nel 2019, quando si sono raggiunti dei proventi per \$13,6 miliardi, balzando poi ad una quota mai sfiorata precedentemente, ovvero \$83,3 miliardi nel 2020, anno della pandemia. Nonostante la presa di posizione della SEC contro le SPAC, si stima che nel 2021 esse possano arrivare ad un giro di affari di circa \$101 miliardi, soprattutto grazie all'aumento del numero degli operatori e delle aziende target che hanno consapevolezza di questo strumento per

Figura 14: Dimensione delle SPAC in milioni di dollari negli USA dal 2009 al 2020, con stima del 2021



Fonte: SPAC Insider, elaborazione Statista

¹⁸ Fonte: Spacanalytics, Reuters

la quotazione, in anni che sono molto duri per affrontare una quotazione tradizionale, che richiederebbe il convincimento di una platea eccessivamente ampia ed eterogenea in un periodo di tempo soggetto a rischi di mercato molto importanti.

2.2.3.2 In Europa

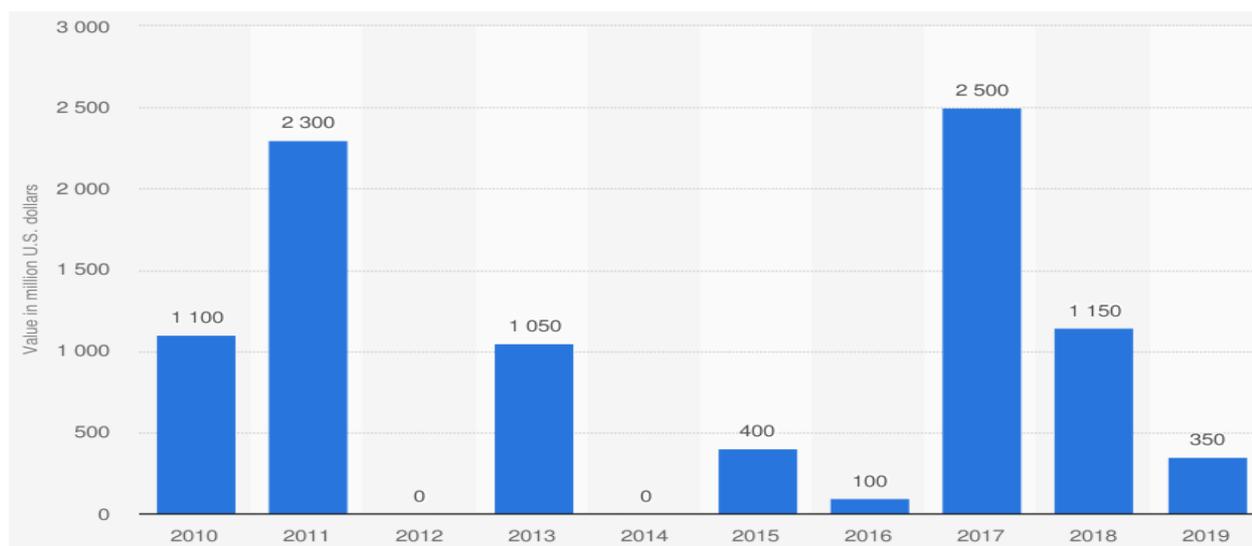
In Europa, nel luglio 2007, Pan-European Hotel Acquisition Company N.V. è stata la prima SPAC, raccogliendo circa 115 milioni di euro. Essa è stata seguita da Liberty International Acquisition Company, che ha raccolto 600 milioni di euro nel gennaio 2008. La prima SPAC tedesca, invece, è stata Germany1 Acquisition Ltd., che ha raccolto 437,2 milioni di dollari.

Gli anni tra il 2007 ed il 2011, infatti, sono stati molto prolifici per l'Europa, ma la crisi del 2011 ha diminuito il giro di affari, con un recupero nel 2017, che non ha però segnato una piena inversione del trend, in quanto tutt'ora molti operatori ed aziende non stanno valutando le SPAC. La forza con cui le SPAC hanno investito il mercato USA nel 2020 sta interessando molti Paesi Europei ed il regolatore stesso, ma per ora tra il 2020 ed il 2021 sono state effettuate solo 10 operazioni per circa \$1,3 miliardi¹⁹.

Il motivo per cui l'Europa attrae meno SPAC, è che la regolamentazione relativa alla quotazione è più restrigente e non offre gli stessi benefici e semplificazioni attualmente previsti negli USA.

Nonostante ciò, nel marzo 2021, il Regno Unito ha cominciato a vagliare un report in cui sono raccomandate una serie di modifiche alle regole di quotazione delle società di Londra per renderle più favorevoli alle quotazioni SPAC.

Figura 15: Dimensione delle SPAC in milioni di dollari in Europa dal 2010 al 2019

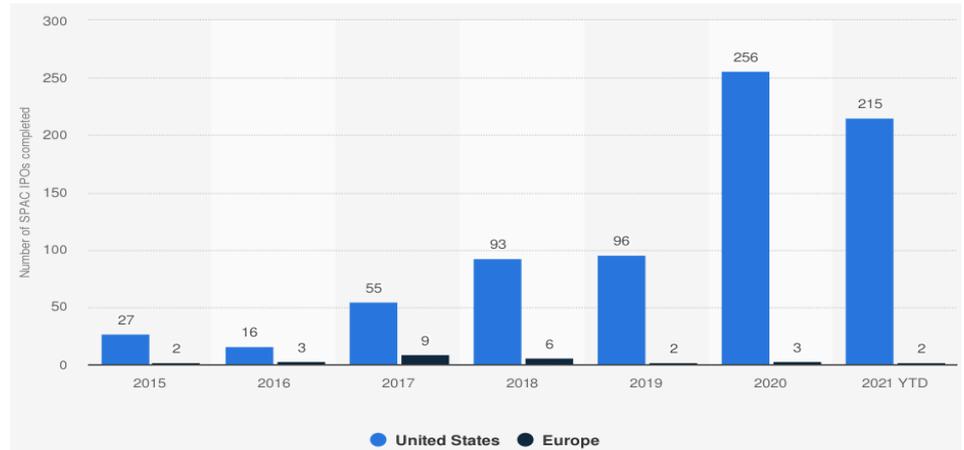


Fonte: Reuters, elaborazione Statista

¹⁹ Fonte: Reuters, *How the American SPACs rocket has failed to take off in Europe*, 29 Marzo 2021

Il numero di SPAC in Europa tra il 2015 e febbraio 2021 (Figura 16) è sempre stato nettamente inferiore al numero di SPAC negli USA e questa differenza è ancor più accentuata negli ultimi 3 anni.

Figura 16: Numero di SPAC in Europa e negli USA tra il 2015 e Febbraio 2021



Fonte: Refinitiv, elaborazione

2.2.3.3 In Italia

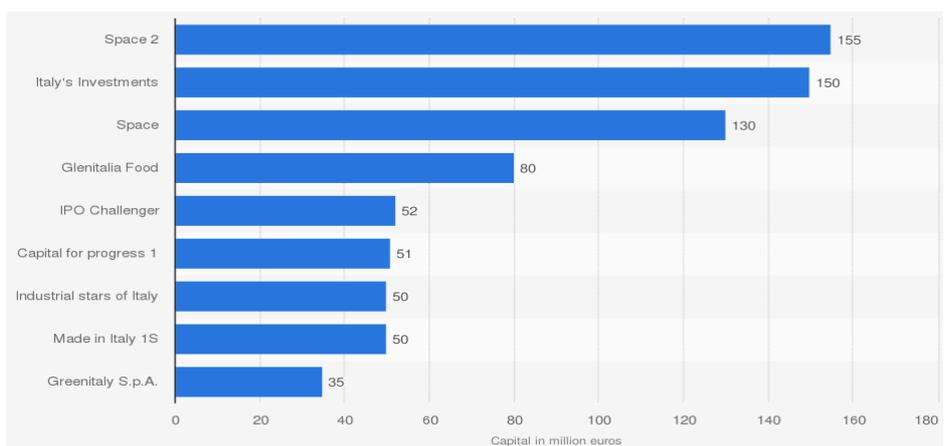
In Italia il mercato delle SPAC non è ancora pienamente sviluppato. Ciò è dovuto sia a motivi legislativi, in quanto il regolatore è avverso al sistema americano delle SPAC che prevede una prima fase fortemente promozionale, sia al fatto che l'economia italiana è costituita prevalentemente da PMI, che solitamente non sono interessate a diventare pubbliche.

Nonostante ciò, alcune aziende sono state interessate da operazioni di quotazione tramite SPAC.

Più nel particolare, dal 2011, momento in cui è stata lanciata la prima SPAC in Italia, a settembre 2020, sono state ammesse sull'AIM 24 SPAC e 5 sul MIV, per un valore complessivo di 3,8 miliardi di euro raccolti²⁰.

Il mercato sta però segnando nuovi traguardi e attraendo sempre maggior interesse, ed è notizia recente che la SPAC a tema assicurativo Revo ha chiuso il collocamento con 220 milioni di euro raccolti, sbarcando all'AIM il 26 maggio²¹.

Figura 17: SPAC Italiane nel 2016



Fonte: Value Partners, elaborazione Statista

Al fine della tesi, nel terzo capitolo sarà trattata l'azienda GPI, interessata nel 2016 da una *business combination* con la SPAC CFP1. In Figura 17 alcune tra le maggiori SPAC Italiane del 2016.

²⁰ Fonte: Borsa Italiana

²¹ Fonte: Bebeez

3 Caso studio: GPI SpA e CFP1

3.1 Introduzione al caso studio

In Italia, come in molti Paesi del mondo, il tessuto sociale e quello industriale sono strettamente interconnessi. La cultura che permea la società è infatti la prima ad impattare sulla gestione aziendale, con pregi e difetti del caso. Il mercato italiano, essendo composto per il 92% da piccole e medie imprese²², presenta ancora una forte difficoltà ad aprirsi ai capitali, con una forte propensione per le imprese private ed addirittura familiari. In questo panorama complesso, seppur costellato da aziende promettenti e di ottima qualità, la cultura aziendale porta spesso ad una ritrosia verso l'internazionalizzazione e la formazione di nuove partnership.

Proprio per questo, tramite questo caso studio, intendo analizzare GPI, un'impresa italiana che ha saputo cogliere al meglio le opportunità di apertura verso i capitali di terzi per crescere ed effettuare i processi di M&A e di internazionalizzazione di cui necessitava, seppur mantenendo un'identità societaria molto personale. L'azienda è il riferimento in Italia per le tecnologie ed i servizi riferiti alla sanità, al sociale ed alla pubblica amministrazione, con 6100 dipendenti e molte filiali sia nel Bel Paese che all'estero.

Le aree strategiche di business sono:

- Software: sistemi informativi evoluti per il governo dei processi clinici e amministrativi; Health Social Care; Continuum Care; Health Administration; Clinical System; Safety & Prevention; Public Administration; Data Analytics; Human Resources; Population Health Management; Patient Relationship Management; Health Cooperation; Blood & Tissue Bank.
- Care nei campi: dei servizi amministrativi, sanitari e socioassistenziali che riducono la distanza tra enti e persone; Healthcare Services; Healthcare Technologies; Healthcare Administration Services; Virtual Care Solutions.
- Automation: soluzioni tecnologiche integrate per la gestione della *supply chain* del farmaco; Hospital Pharmacy System; Automated Pharmacy Warehouse; Pharmacy Design Studio.
- ICT: servizi professionali che riducono i costi operativi e innalzano le performance dei sistemi; Desktop Services; Ict Services.
- Pay: sistemi multibanca che semplificano la gestione dei pagamenti elettronici; PA Payment Solutions; Retail Payment Solutions.

²² Fonte: *Il Sole 24 Ore, PMI, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?*, 10 luglio 2019

3.1.1 La storia di GPI

GPI, cioè il Gruppo per l'Informatica SRL, viene fondata nel 1988 da Fausto Manzana a Trento, con l'intento di espandersi e raccogliere tutto l'expertise necessario per affrontare le sfide tecnologiche che in Italia, come in tutto il mondo, si stavano presentando da anni in maniera sempre più dirimpente.

Dopo anni di sviluppo, nel 1993 viene prodotto il primo sistema di informativo ospedaliero e amministrativo, fondamento tutt'ora dell'operatività dell'azienda. La prima espansione territoriale avviene nel 1997 nel Triveneto, mentre tra il 2000 ed il 2001 l'azienda affronta prima l'espansione verso la sanità territoriale e poi verso la sanità privata. Negli anni successivi GPI ha accelerato fortemente grazie alle spinte interne verso la crescita e lo sviluppo tecnologico, presentando nel 2003 i primi passi verso la cartella clinica elettronica e nel 2005 alcuni servizi che continuano anche oggi a delineare il business model dell'impresa, tra cui i servizi CUP, la monetica e la business intelligence. Nel 2006, quindi, GPI diviene una società per azioni, giungendo per la prima volta ad un'apertura al mercato dei capitali, pur mantenendo un assetto incentrato su Fausto Manzana ed il suo team di esperti del settore. Grazie alla capacità gestionale del management ed ai capitali raccolti, inizia una fase molto prolifica per l'azienda, che nel 2008 avvia i servizi di logistica ed automazione del settore farmacologico e nel 2009 presenta i servizi professionali ICT e le prime acquisizioni volte all'espansione ed al consolidamento della posizione di mercato. Sempre nel 2009, inoltre, l'azienda arriva al traguardo dei 500 dipendenti, segnando quindi un passo importante non solo per gli *shareholders* dell'azienda ed i suoi clienti, ma anche per il territorio, con decine di famiglie interessate dallo sviluppo dell'impresa.

Nel 2011, l'interesse verso lo sviluppo tecnologico e l'innovazione porta l'azienda alla fondazione del Centro Ricerche GPI, primo polo per lo sviluppo accelerato della tecnologia che da lì a poco GPI avrebbe introdotto per fornire servizi di qualità sempre più elevata.

A soli tre anni dal traguardo dei 500 dipendenti, nel 2012 GPI giunge a 1000 dipendenti e chiude l'esercizio con un fatturato di 50 milioni, un grande successo per l'azienda ed un ulteriore passo verso l'espansione.

Nel 2013, i dipendenti sono più che raddoppiati, arrivando a 2500 dipendenti e l'azienda apre il proprio capitale al Fondo ICT di Orizzonte SGR, emettendo inoltre anche il suo primo minibond per un ammontare di 12 milioni di euro.

Il Fondo ICT di Orizzonte SGR, infatti, ha per la prima volta aperto l'azienda alle dinamiche del *private equity*, con un investimento complessivo di 7,5 milioni di euro.

Sempre nello stesso anno, inoltre, nasce Policura e la Protesica 3D, che ha l'intento di produrre protesi 3D per gli interventi chirurgici, segnando un successo nel 2016, con il primo trapianto completo di mandibola stampata in 3D effettuato dai medici dell'Azienda Ospedaliera di Padova.

Nell'anno successivo i software vengono adattati anche al Dipartimento prevenzione e l'azienda amplia la propria offerta legata all'automazione anche alle farmacie private, con un sistema di *vending machine* che beneficia dei servizi di monetica erogati da GPI stessa, completando quindi l'offerta di servizi giungendo direttamente presso le aziende clienti.

I servizi di payment si arricchiscono nel 2015 con il DTM (*digital transaction management*) e, inoltre, l'azienda sviluppa dei sistemi integrati per la telemedicina e *telecare*. Questi servizi, anticipati dalla ricerca di GPI, sono oggi al centro di accese discussioni in tutti i Paesi che sono stati fortemente attaccati dalla pandemia da Covid-19, con l'Italia che ancora non ha attuato un piano centralizzato per erogare i servizi di telemedicina ai propri cittadini.

Nel 2016 GPI ha raggiunto il fatturato di 100 milioni di euro e, inoltre, ha avviato il processo di internazionalizzazione espandendosi verso i Paesi DACH, ritenendo la Germania, l'Austria e la Svizzera dei territori fertili per il proprio business model. Sempre nel 2016, per permettere l'espansione dell'azienda, GPI si è ulteriormente aperta ai capitali, tramite la *business combination* con la SPAC CFP1 (Capitale For Progress 1) promossa da Massimo Capuano, Antonio Perricone, Marco Fumagalli e Alessandra Bianchi, con una raccolta di 51 milioni di euro, così da potersi quotare sull'AIM. Nello stesso anno, l'azienda ha quotato su ExtraMot Pro3 due minibond per un totale di 27 milioni di euro, con l'intento di investire il denaro raccolto in acquisizioni e R&D, con l'obiettivo di rafforzare la crescita. Sul piano operativo, il Gruppo ha inoltre lanciato il servizio del fascicolo sanitario elettronico nella provincia di Trento, anticipando le tendenze e le necessità della telemedicina che sono emersi durante la pandemia da Covid-19.

Nel 2017 l'azienda completa il proprio percorso per arrivare ad essere un'azienda *multibusiness*, lanciando i servizi di PAL, Blood, Human Milk and Tissue Bank, HR system, PRM e Data Analytics. In aggiunta a ciò, l'azienda chiude l'esercizio con un fatturato di 180 milioni di euro e con un numero di dipendenti pari a 4500. Il gruppo GPI ha anche sviluppato un servizio di pagamento via POS basato sui Bitcoin, anticipando di diversi anni la decisione di alcuni circuiti ed aziende di accettare i pagamenti in Bitcoin. L'azienda, sempre nel solco della strategia espansiva, emette nel dicembre un minibond da 20 milioni di euro.

GPI debutta sul listino MTA nel 2018 e nello stesso anno apre nuove società in Russia e Polonia, ampliando inoltre lo sguardo domestico dell'area di interesse della monetica verso i pagamenti e gli incassi della PA. Nel 2019 i ricavi del gruppo sono aumentati a 240,9 milioni di euro, crescendo del 18% rispetto all'anno precedente, mentre il numero di dipendenti è arrivato a 5345. Vengono inoltre

lanciate le piattaforme ed i servizi di Cronic e Continuum Care, e l'azienda si aggiudica delle gare in oriente, sia in Cina, che in Israele. Alla fine dell'esercizio GPI emette un minibond in *private placement* da 30 milioni di euro, sottoscritto per due terzi da CDP, che ha rivestito il ruolo di *anchor investor*, poi dal fondo Springrowth, Banco Bpm, Mediocredito Trentino e Finint SGR per conto della gestione Solidarietà Veneto Fondo Pensione.

Il 2020 è stato un anno molto importante per GPI, in quanto la sanità e la società hanno subito un grave sconvolgimento a causa della pandemia. Sin da marzo 2020, il gruppo ha cercato di inquadrare e sviluppare soluzioni per i problemi più gravi.

Alcune delle soluzioni proposte sono:

- Il sistema Xidera, tramite il servizio prenotami.cloud, ha dato modo alle aziende, per esempio supermercati e farmacie, di ordinare la propria coda facendo prenotare i clienti.
- Il sistema PeopleNav permette di tracciare gli spostamenti indoor dei pazienti o dei visitatori degli ospedali per evitare il contagio nelle strutture sanitarie, segnalando gli eventuali incontri con persone positive.
- Un software di screening già utilizzato per le campagne contro il tumore del colon, ma adoperato per i tamponi naso-faringei sulla popolazione del Veneto.
- Il monitor cardiaco Umana T1 che, sviluppato dall'azienda acquistata da GPI Umana Medical Technologies, dà modo assieme ai nanomateriali, di sfruttare le nanotecnologie per rilevare i parametri vitali dei pazienti. Il sistema ha trovato applicazione nel Giro d'Italia.
- Sistemi di telemedicina, adoperati per esempio in Lombardia per gestire alcuni pazienti Covid.

Per quanto riguarda i risultati d'esercizio, GPI ha fatto segnare un aumento del fatturato del 13,25% rispetto all'anno precedente, arrivando a 268 milioni di euro.

Nel 2021, il Gruppo ha concluso l'acquisizione di Hemasoft, divenendo uno dei principali player a livello mondiale nel settore trasfusionale. GPI ha inoltre continuato il proprio supporto alla sanità nazionale, offrendo alla Val d'Aosta un software basato su un complesso algoritmo per valutare e stilare l'ordine di vaccinazione, basandosi su molteplici parametri anziché solo sull'età. L'azienda ha inoltre rafforzato la propria presenza negli USA per quanto riguarda il *Blood Management System*, supportata da SIMEST di CDP.

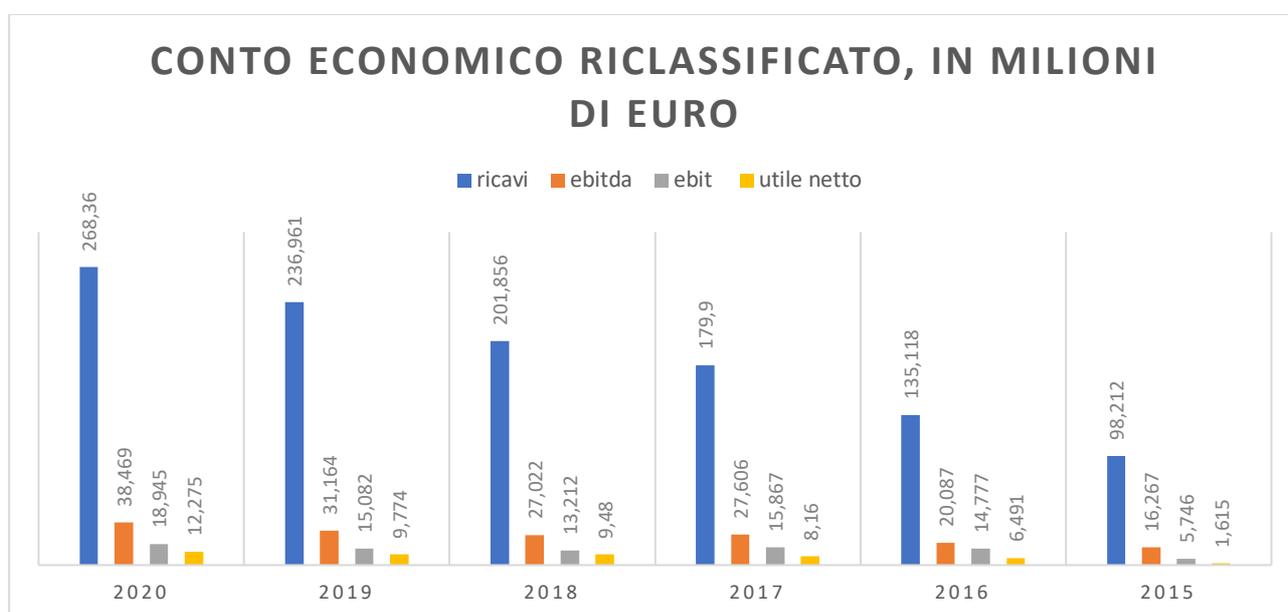
Tramite la vittoria di alcune gare a livello regionale, come in Liguria e nel Lazio, attualmente il gruppo gestisce l'accesso ai servizi di cura per più di 28 milioni di cittadini italiani.

3.2 Analisi di bilancio del Gruppo GPI

Nell'ultimo bilancio approvato, relativo all'esercizio 2020, il fatturato è aumentato del 13,25%, attestandosi a 268,36 milioni euro. L'EBITDA è cresciuto del 24,4%, arrivando a 38,469 milioni di euro, che equivalgono al 14,3% del fatturato. Anche l'EBIT e l'utile netto sono in crescita, con quest'ultimo che segna quota 12,275 milioni di euro, in aumento del 25% in confronto al 2019.

Rispetto al primo anno preso in considerazione, ovvero il 2015, il fatturato è aumentato del 173%, mentre l'EBIT e l'utile netto addirittura del 229,71% e del 660% rispettivamente.

Figura 18



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dall'azienda

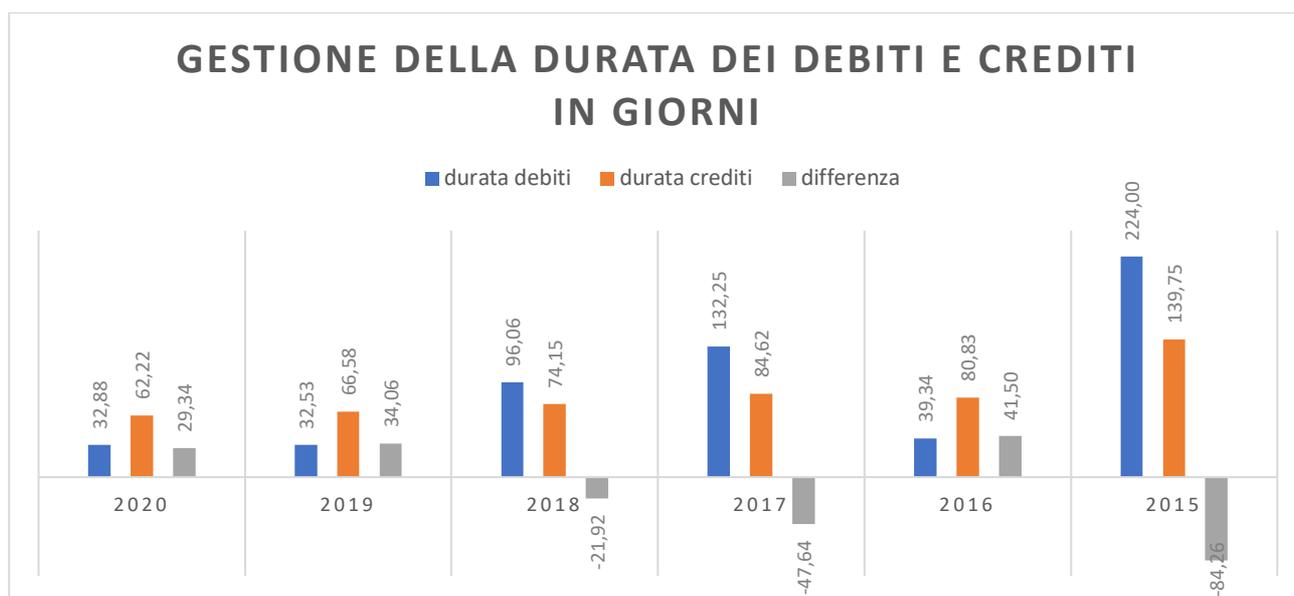
Il valore delle attività a lungo termine è aumentato del 33,3%, giungendo all'ammontare di 167 milioni di euro. L'attivo a breve, invece, ammonta a 246,9 milioni di euro, con un aumento rispetto al 2019 del 13,8%.

La durata dei crediti commerciali si attesta a 62,22 giorni, in lieve diminuzione rispetto al 2019, in cui la durata era di 66,58 giorni, mentre la durata dei debiti resta costante, con un valore al 2020 di 32,88 giorni. Questi valori, seppur positivi, denotano una possibilità da parte di GPI di migliorare la propria gestione dei crediti e debiti, con una diminuzione della durata dei primi ed una dilazione dei secondi.

I debiti commerciali del gruppo ammontano a 7,464 milioni di euro, in leggero aumento rispetto ai 6,357 milioni di euro del 2019.

I crediti commerciali, d'altra parte, sono anch'essi rimasti stabili, passando da 43,227 milioni di euro al 2019, fino a 45,749 milioni nel 2020.

Figura 19



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

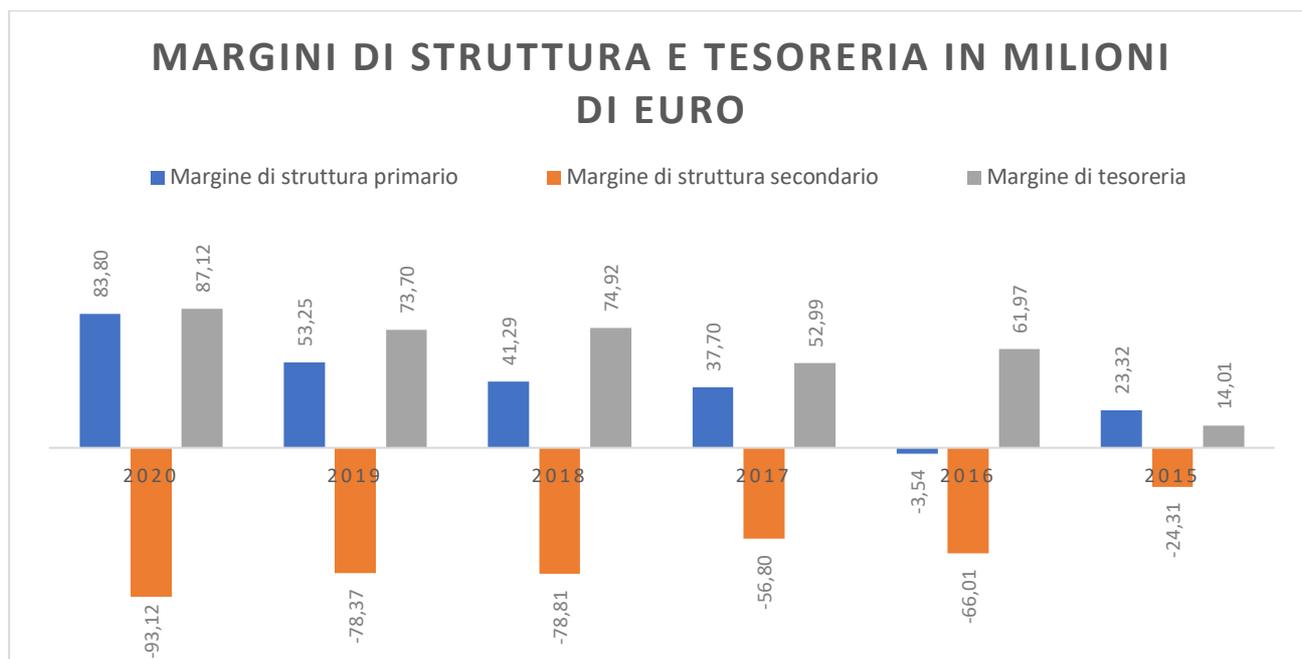
Il patrimonio netto del Gruppo GPI è in continua crescita, avendo raggiunto nel 2020 quota 83,28 milioni, rispetto al valore di 72 milioni di euro nel 2019 e partendo dall'ammontare di 17,12 milioni di euro nel 2015, per una variazione complessiva del 386%.

Nel 2020 il capitale circolante netto operativo è pari a 79,608 milioni, segnando una diminuzione del 13,71% rispetto al 2019, anno in cui il capitale circolante netto operativo si attestava a 92,255 milioni di euro. Questa variazione è principalmente dovuta alla variazione delle disponibilità liquide, passate da 53,241 milioni a 81,808 milioni, mentre il capitale circolante netto è aumentato da 91,289 milioni a 109 milioni ed i debiti finanziari sono rimasti stabili, segnando una leggera flessione e quota 52,416 milioni di euro. Questo valore del capitale circolante netto dimostra un'ottima solvibilità, in quanto l'azienda può rispondere dei propri debiti entro l'esercizio con il solo attivo circolante.

Il Margine di Tesoreria del Gruppo al 2020 mostra una situazione di equilibrio finanziario, in quanto l'azienda è liquida e può far fronte alle passività correnti con l'impiego delle disponibilità liquide ed i crediti a breve, assumendo un valore di 87,12 milioni, con un miglioramento del 18,21% rispetto all'anno precedente, mentre a confronto con il 2015 il Margine di Tesoreria è aumentato del 521%.

Anche i Margini di Struttura di primo e secondo livello indicano un'ottima liquidità. Il primo assume un valore di 83,8 milioni, mentre il secondo di -93,117 milioni, infatti le immobilizzazioni vengono finanziate dal passivo consolidato.

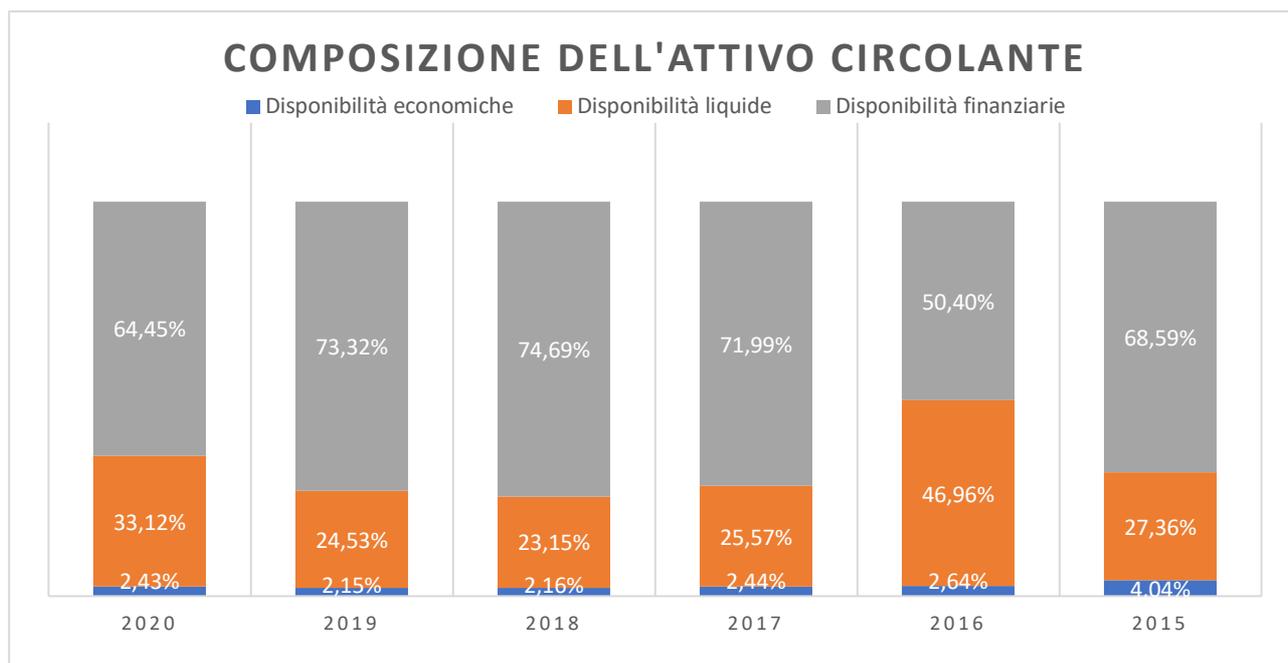
Figura 20



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

L'indice rigidità risulta in un valore del 40,35%, in aumento del 3,7% rispetto all'anno precedente, mostrando una struttura patrimoniale abbastanza elastica, con un'elevata quantità di disponibilità finanziarie, che al 2020 compongono il 64,4% dell'attivo circolante, mentre le disponibilità liquide pesano per il 33,1%. Storicamente le disponibilità economiche hanno sempre assunto un valore poco superiore al 2% dell'attivo circolante, mentre le disponibilità finanziarie hanno rappresentato mediamente i due terzi dell'attivo circolante.

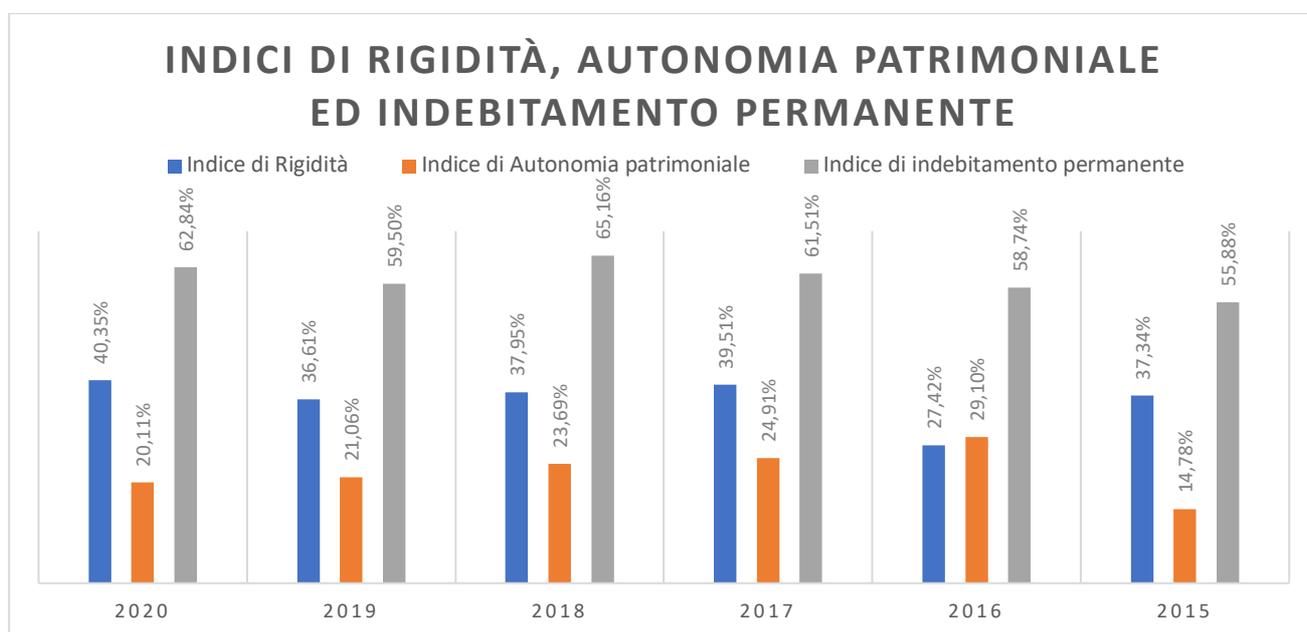
Figura 21



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Gli indici di autonomia patrimoniale e di indebitamento permanente nel 2020 possono essere valutati positivamente, assumendo un valore nella norma, seppur da attenzionare affinché l'incidenza del patrimonio netto sul totale delle passività non cali ulteriormente. L'indice di autonomia patrimoniale risulta in un 20,11%, mentre l'indice di indebitamento permanente assume un valore del 62,84%. Nel 2019 il primo indice era lievemente superiore, a 21,06%, mentre il secondo era lievemente inferiore, con un 59,50%. Storicamente GPI ha sempre avuto un indice di autonomia patrimoniale sotto al 30%, ma esso è ulteriormente diminuito a causa delle emissioni di minibond che hanno fatto lievitare il passivo consolidato e con sé l'indice di indebitamento permanente.

Figura 22

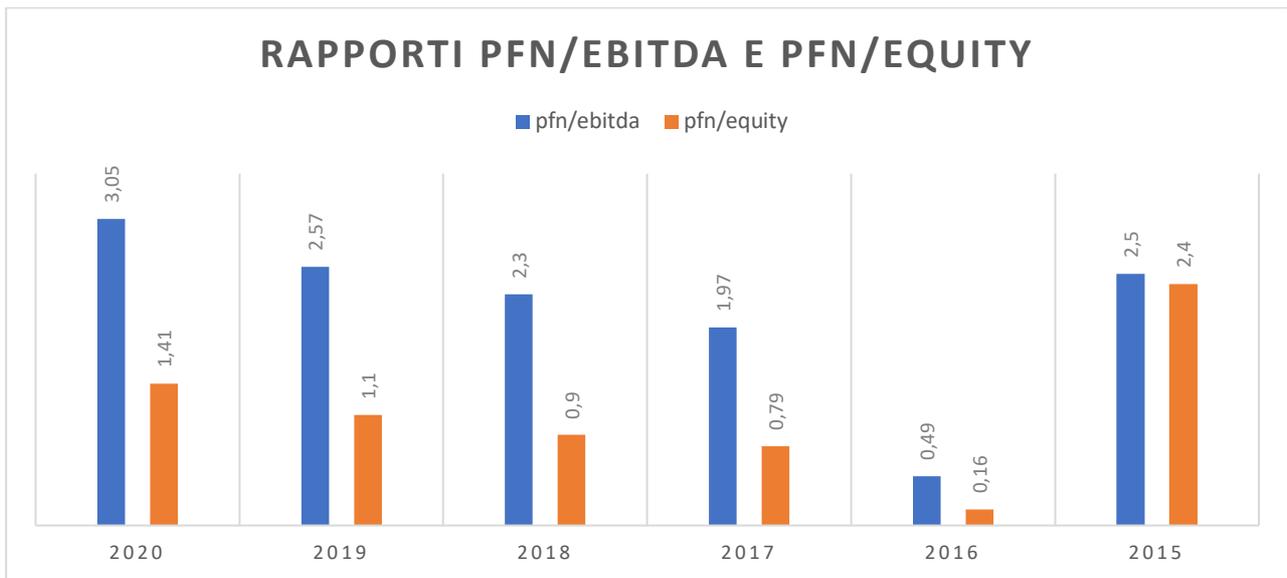


Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Il rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto al 2020 è dell'1,41, in aumento rispetto all'anno precedente in cui era dell'1,1, mentre precedentemente era generalmente sotto all'1. Ciò indica una generale situazione di equilibrio finanziario.

Anche il rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA assume valori che indicano una buona situazione finanziaria, ma nel 2020 questo rapporto è aumentato arrivando a 3,05, quindi l'azienda deve focalizzarsi nel mantenimento di questo rapporto stabile, cercando di aumentare l'EBITDA tramite il miglioramento dell'incidenza dei costi operativi, in modo tale che si torni a valori in un range inferiore al 3, come nel 2019 in cui questo rapporto era del 2,57.

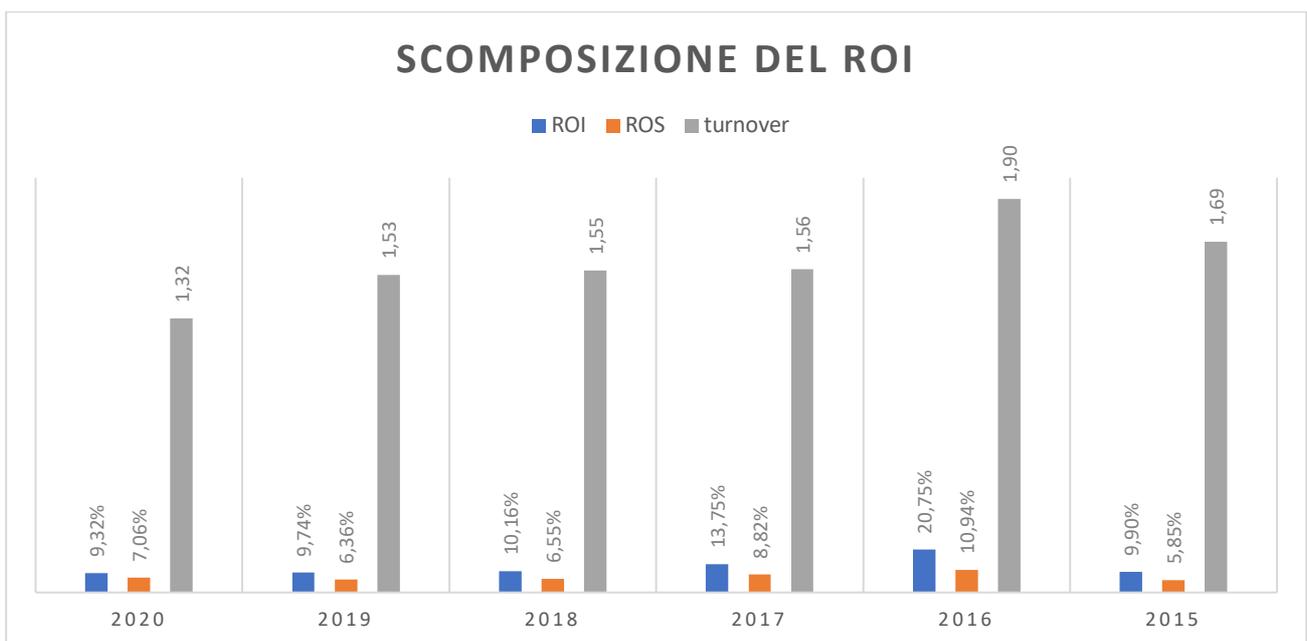
Figura 23



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

L'azienda ha una buona redditività, infatti il ROI al 2020 è del 9,32%, godendo di un turnover dell'1,32 e soprattutto di un ROS elevato, che si attesta al 7,06%. Gli anni precedenti il ROI era più elevato, con un 9,74% nel 2019, in quanto prima del 2020 il turnover era superiore, aggirandosi sopra all'1,5, garantendo una rotazione del capitale investito piuttosto buona. Il ROS, invece, ha un valore piuttosto stabile rispetto agli ultimi due anni, mentre in precedenza aveva raggiunto il 10,94% nel 2016.

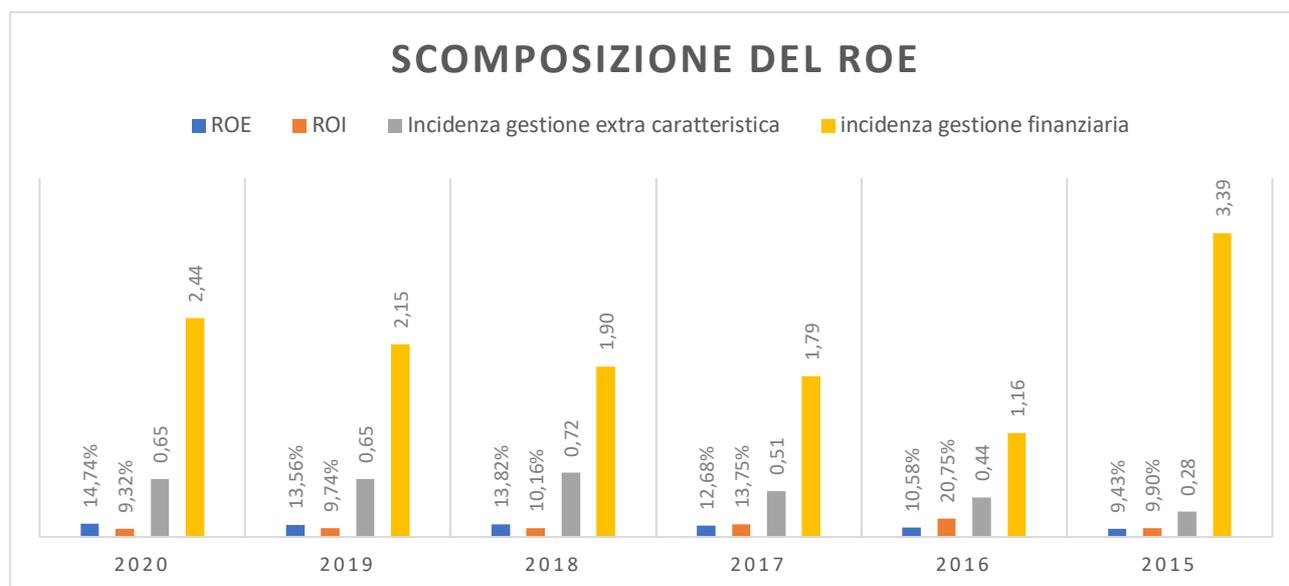
Figura 24



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Il ROE, invece, ha assunto nel 2020 il suo valore maggiore rispetto agli anni precedenti, raggiungendo quota 14,74%, godendo molto dell'incidenza della gestione finanziaria che agisce da moltiplicatore per il 2,439, in quanto il capitale investito è notevolmente superiore rispetto al patrimonio netto. La gestione extra caratteristica non incide positivamente sul ROE, più nel particolare per lo 0,648, per cui potrebbe essere migliorata. Storicamente il ROE è in continua ascesa dal 2015, anno in cui era del 9,43%.

Figura 25

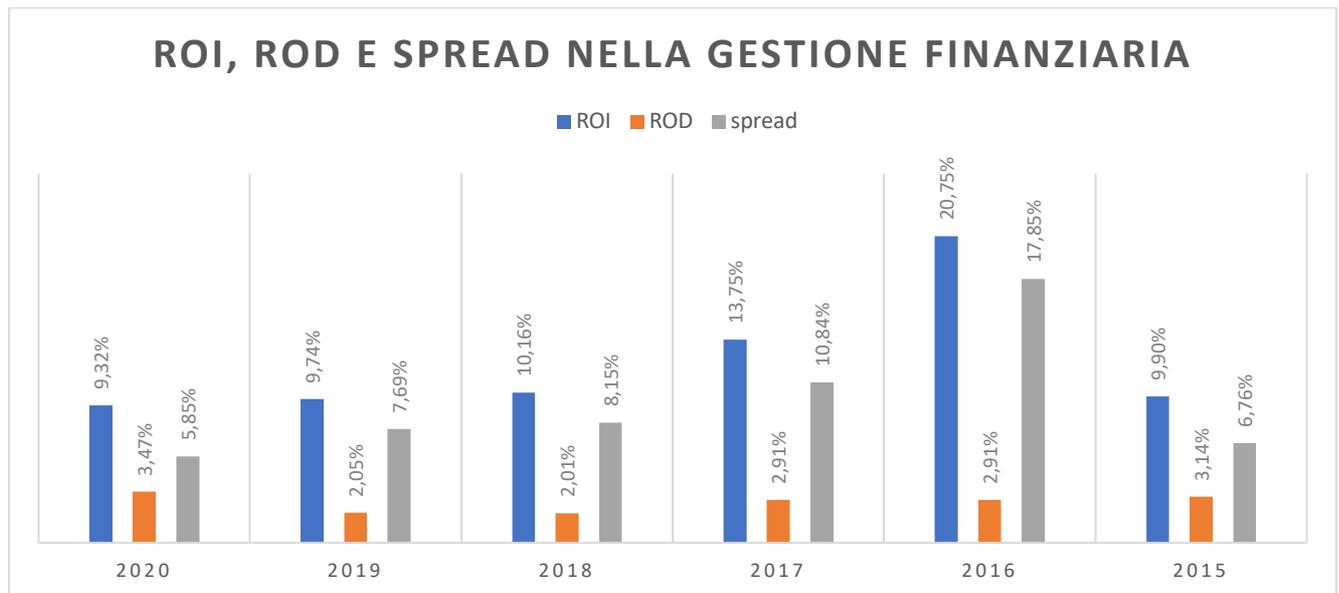


Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Il ROD calcolato su tutti i debiti nel 2020 ammonta al 2,17%, ma commisurato rispetto ai soli debiti onerosi assume un valore del 3,47%, in aumento rispetto al 2019 in cui il ROD sul totale dei debiti valeva l'1,24%, mentre quello sui debiti onerosi il 2,05%.

Lo spread tra ROD sui debiti onerosi e ROI è di 7,16% nel 2020 e di 8,5% nel 2019, per cui l'azienda potrebbe prendere in considerazione un ulteriore indebitamento. Nonostante ciò, il *leverage* è del 3,972 nel 2020 e del 3,749 nel 2019, per cui l'azienda deve tener sotto controllo i propri livelli di indebitamento, favorendo un aumento del capitale proprio. Storicamente il *leverage* è sempre stato superiore a 3, ma l'azienda riesce a gestire bene le proprie emissioni obbligazionarie ed i debiti verso le banche, mantenendo un ROD contenuto e facendo aumentare positivamente l'incidenza della gestione finanziaria sulla composizione del ROE.

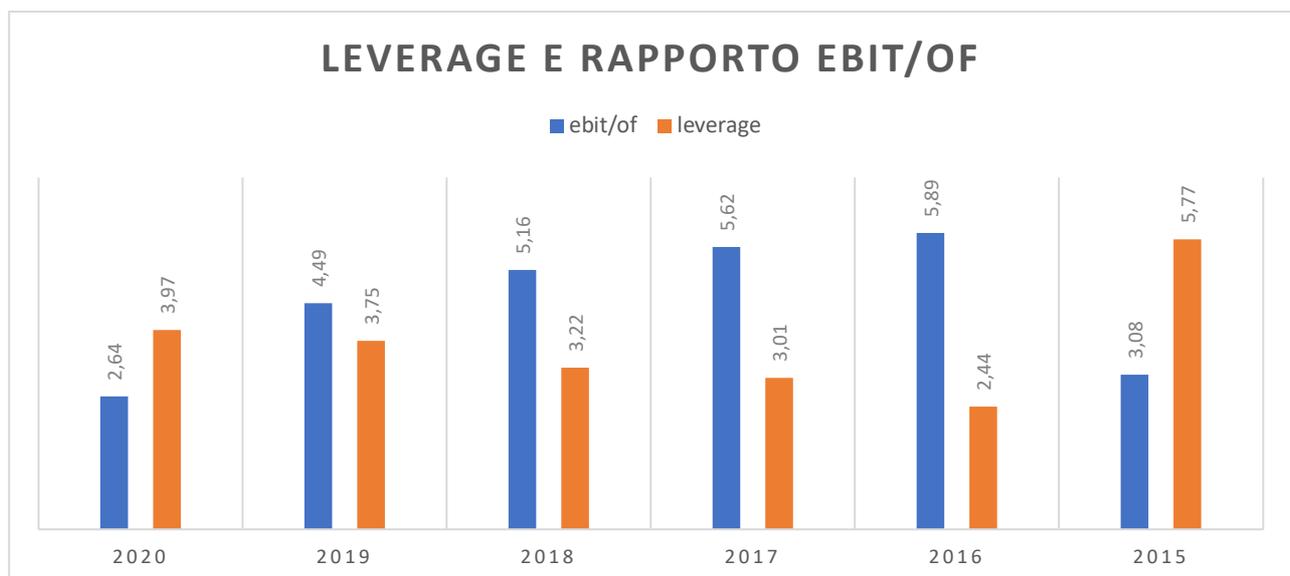
Figura 26



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Il rapporto tra EBIT ed oneri finanziari è positivo, di 2,64 nel 2020, nonostante sia in calo rispetto agli anni precedenti, infatti nel 2019 esso era del 4,49, mentre precedentemente superava addirittura il 5. Ciò evidenzia una situazione di equilibrio finanziario, ma il calo avutosi nel 2020 deve rimanere contenuto, in modo tale da non aumentare i rischi finanziari.

Figura 27



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

Dall'analisi del rendiconto finanziario, emerge che nel 2020 l'attività operativa ha generato un flusso di cassa pari a 10,352 milioni di euro e quella di finanziamento ne ha generati per 64,627 milioni di

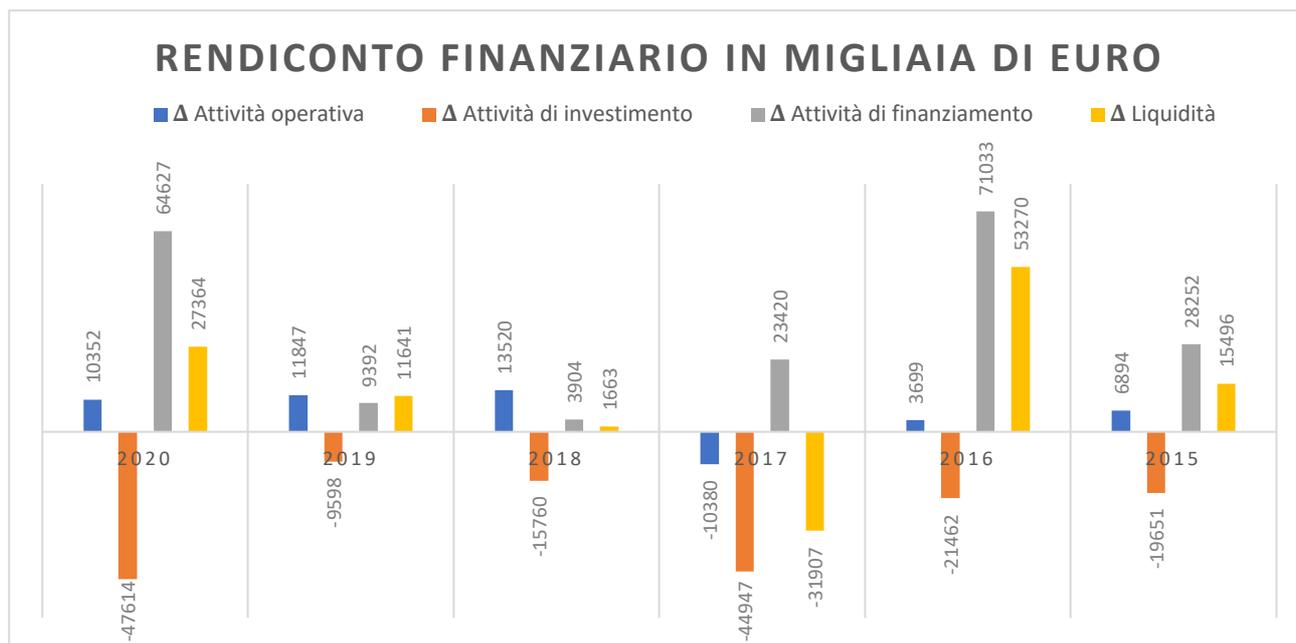
euro. La variazione nelle disponibilità liquide rispetto all'anno precedente è di 27,364 milioni di euro, in quanto l'attività di investimento ha assorbito liquidità per 47,614 milioni di euro.

L'attività operativa ha generato liquidità grazie all'importante risultato d'esercizio e le rettifiche per gli ammortamenti, mentre l'attività finanziaria ha scaturito dei flussi positivi grazie agli incassi dovuti all'assunzione di finanziamenti bancari. In fine, l'attività di investimento ha assorbito cassa a causa delle variazioni nette delle attività finanziarie correnti e non correnti e soprattutto a causa dell'attività di acquisto di società controllate, sempre nell'ottica espansiva che contraddistingue il Gruppo.

Nel 2019 il rendiconto finanziario evidenziava una variazione nelle disponibilità liquide rispetto al 2018 di 11,641 milioni, dovuti alla cassa generata in misura simile da attività operativa ed attività di finanziamento e dalla liquidità assorbita dall'attività di investimento.

L'attività di investimento per GPI, infatti, assorbe storicamente molta cassa, essendo l'obiettivo dell'azienda quello di espandersi ed effettuare molti investimenti ed acquisizioni.

Figura 28



Fonte: Analisi personale sulla base dei dati pubblici dell'azienda

3.3 Analisi della business combination

3.3.1 Capital For Progress 1

Capital For Progress 1 (CFP1), prima SPAC dell'azienda Capital For Progress, ha annunciato con successo la propria collocazione sull'AIM il 31 luglio 2015, con l'inizio della negoziazione il 4 agosto 2015. La SPAC, avendo raccolto 51 milioni di euro da investitori domestici ed esteri, si configurava come una delle maggiori IPO sull'AIM. Banca IMI ha rivestito il ruolo di *Bookrunner*, mentre Banca Akros quello di *Joint Bookrunner*.

L'oggetto sociale della SPAC era la ricerca e la selezione di un'azienda con *equity value* tra i 120 ed i 160 milioni di euro, con un ottimo posizionamento competitivo, capacità di esportazione, redditizia e con promettenti prospettive di crescita.

L'obiettivo della SPAC era quello di portare a termine una *business combination* tramite un'operazione di integrazione, in modo tale da portare l'azienda target alla quotazione in maniera indiretta previo aumento di capitale.

Se infatti all'estero le SPAC assumono spesso dimensioni molto superiori rispetto a CFP1, nel mercato italiano le SPAC centrate sui 50 milioni di euro sono più facilmente investibili rispetto a quelle, per esempio, centrate sui 150 milioni di euro. La scelta dell'azienda è stata quindi volta alla facilità ed aumento di probabilità della *business combination*, migliorando la successiva liquidità del titolo.

Se infatti al netto dei possibili recessi la SPAC avesse avuto a disposizione 40 milioni di euro, una perfetta azienda target avrebbe potuto avere un *equity value* di approssimativamente 100 milioni di euro, in modo tale da raggiungere una capitalizzazione di mercato di circa 140 milioni di euro, con un flottante compreso tra il 25% ed il 33%, che è una banda di valori ottimali per il flottante, in quanto garantisce sufficiente liquidità al titolo sottostante, segnando un primo successo per il coinvolgimento degli investitori nella negoziazione post operazione.

Viceversa, se la SPAC avesse avuto un target di raccolta triplo, per cui approssimativamente di 150 milioni di euro, al netto dei recessi la liquidità investibile sarebbe risultata in un valore di 120 milioni di euro, rendendo la *business combination* più complessa ai fini della liquidità del flottante post operazione, in quanto le aziende target avrebbero dovuto avere un *equity value* di circa 350 milioni di euro, diminuendo le possibilità di completare l'operazione trovando un'azienda eccellente.

Inoltre, un'azienda con *equity value* così elevato, potrebbe avere un potere contrattuale decisamente superiore, ritenendo di poter raggiungere la quotazione senza la necessità della SPAC, aumentando considerevolmente il prezzo relativo che risulta nella valorizzazione dell'azienda stessa.

Di conseguenza, gli stessi investitori dovrebbero preferire SPAC dalle dimensioni più contenute, in modo tale da poter vedere il proprio investimento maggiormente apprezzato.

I promotori di CFP1, elencati secondo l'ordine previsto nel documento che ha annunciato l'IPO della SPAC, sono Massimo Capuano, Antonio Perricone, Marco Fumagalli ed Alessandra Bianchi.

Questo team di sponsor ha reso la SPAC CFP1 molto attraente, in quanto la realtà italiana necessita di figure professionali molto capaci e vicine alle dinamiche di borsa sia per l'inizio del ciclo di vita della SPAC, ovvero il collocamento in borsa, sia per l'analisi delle aziende target, sia per la successiva gestione di quest'ultima, avvicinandola alle metodologie ed alle *golden rules* a cui attenersi per raggiungere i propri obiettivi.

A tal proposito reputo importante esporre brevemente i curricula degli sponsor, così da poter comprendere a pieno quali siano i profili di maggiore interesse:

- Massimo Capuano: per 12 anni Senior Partner McKinsey, per 12 anni Amministratore Delegato di Borsa Italiana, Amministratore Delegato di Centrobanca, Corporate & Investment Bank del gruppo UBI Banca e Presidente IWBanck, secondo broker italiano per volumi. Le sue esperienze professionali danno benefici importantissimi alla SPAC, sia dal punto di vista della finanza aziendale, sia per la vicinanza alla Borsa Italiana, i suoi regolamenti e le realtà aziendali di maggior spicco in Italia.
- Antonio Perricone: per 15 anni partner di BS Investimenti, uno degli operatori di private equity più attivi in Italia; deal completati personalmente: Polybox, Guala Closures, Salmoiraghi & Viganò, Logic Control, Carapelli, Quidnovi, Segesta, Ducati, con precedenti esperienze nell'*investment banking* in Europa e USA. Il suo profilo professionale è fondamentale per Capital For Progress, in quanto il contatto con il mondo del *private equity* lo rende capace di avere una visione più completa sia per il *sourcing* di aziende target, che per la contrattazione e gestione dei *deal*.
- Marco Fumagalli: 13 anni di esperienza nel *capital markets* in Centrobanca con imprese *mid-size* di diversificati settori industriali, per 10 anni dirigente in Consob, Dottore Commercialista, Revisore Contabile, CFA *Charterholder*, *Advisor* e strutturatore delle prime SPAC italiane, Consigliere di amministrazione e sindaco di società quotate. La sua abilità professionale nelle materie contabili, di *corporate finance* e *consulting*, nonché la lunga esperienza in Consob, rende il suo profilo di spicco, avendo inoltre anticipato e strutturato in maniera programmatica la teoria e la concretizzazione delle SPAC in Italia.
- Alessandra Bianchi: Senior Analyst M&A e Capital Markets in Interbanca, Investment Manager BS Private Equity, Buy Side Analyst presso Amber Capital Italia SGR, Amministratore Delegato Padova Calcio SpA. La sua figura di analista e manager dà un apporto di grande importanza al team dei promotori di Capital For Progress, potendo entrare concretamente nelle dinamiche della analisi e programmazione delle operazioni di M&A.

3.3.2 Caratteristiche dell'azienda target ed obiettivi

Nel processo di *scouting*, ogni SPAC deve mantenere bene in mente delle caratteristiche desiderate nelle possibili aziende target. In Italia la politica di investimento delle SPAC solitamente descrive una lista di caratteristiche, le quali si rispecchiano in maniera molto coerente con le peculiarità di GPI.

Alcune tra queste sono:

- Una storia di successo: molto spesso le SPAC ricercano aziende con una storia di successo sia per avere un *track record* su cui basare le proprie analisi, sia per avere un interlocutore di prestigio con cui poter organizzare una *business combination* da cui vi sia un giovamento reciproco in quanto a *brand image*, affinché il titolo attragga più investitori e l'azienda promotrice della SPAC possa vantare delle operazioni di profilo importante. Più nello specifico, come analizzato in precedenza, GPI ha una storia più che trentennale, con molti successi e primati che hanno anticipato e rivoluzionato il mercato italiano, ponendo le basi per dei servizi innovativi e ad alto contenuto tecnologico, con la piena stima dei clienti e dei partner.
- Una presenza all'estero o ambizioni di crescita internazionale: seppur per CFP1 fosse importante trovare un'azienda italiana, è senz'altro fondamentale che essa abbia una presenza, o per lo meno delle ambizioni, rispetto all'internazionalizzazione. Ciò, oltre a portare prestigio all'operazione, rende possibile la scalabilità del business model, che se finanziato coerentemente tramite i mezzi del mercato azionario, può portare ad una crescita dei risultati finanziari molto superiore rispetto ai possibili risultati ottenuti nel solo mercato domestico, aprendosi ad una miriade di opportunità. GPI fa proprie queste ambizioni di crescita ed internazionalizzazione, infatti l'attività di investimento dell'azienda è volta prevalentemente all'acquisizione di nuove aziende per creare o rafforzare la propria presenza all'estero, ed attualmente essa ha delle sedi negli USA, Germania, Francia, Spagna, Austria, Russia e Polonia.
- Delle opportunità di crescita significative: per CFP1 deve esser stato fondamentale trovare un'azienda con alti tassi di crescita prospettici. Sul piano bilancistico è stato possibile dimostrare i risultati dell'azienda nel corso degli anni, mentre sul piano dell'analisi del mercato e dell'ambiente esterno alla società, sia ora, che a maggior ragione nel 2016, l'industria su cui si pone GPI con la sua ricca offerta *multibusiness*, offre una grandissima crescita, sia per la sopracitata scalabilità all'estero del business model, sia per il livello di consolidamento del mercato tecnologico e *health*, che per la presenza di nuove tecnologie con un'elevata capacità di rivoluzionare il settore, come il 5G, la banda ultralarga e le

nanotecnologie. Inoltre, il *customer segment* di GPI, già molto ampio, potrebbe ulteriormente ampliarsi con l'aumento dell'aspettativa di vita delle persone, l'aumento dell'età media e l'aumento dei cittadini che fanno ricorso alla telemedicina ed alle terapie *hightech*.

- Un forte posizionamento competitivo nel proprio mercato: per ogni tipologia di investimento è fondamentale che l'azienda oggetto dell'analisi abbia una posizione competitiva forte e ben difendibile. Un'analisi effettuabile è quella tramite il Modello delle Cinque Forze di Porter: la competizione tra le aziende esistenti sul mercato, il potere contrattuale dei clienti, il potere contrattuale dei fornitori, la minaccia dei prodotti sostituiti e la minaccia di nuovi entranti. Oltre a ciò, è fondamentale comprendere la qualità del servizio dell'azienda e come esso sia percepito, ad esempio tramite l'analisi della *brand reputation* e della fidelizzazione dei clienti, nonché i metodi con cui l'azienda protegge il proprio business tramite, ad esempio, i brevetti. GPI ha una posizione sul mercato molto solida, infatti ad oggi serve circa 30 milioni di Italiani, ma, oltre a ciò, ha una proposta di valore unica e *multibusiness*, potendo soddisfare le necessità di qualsiasi tipo di cliente. La competizione tra le aziende esistenti sul mercato è infatti medio-bassa, soprattutto per le peculiarità di GPI che la rendono unica rispetto al suo segmento di mercato. Il potere contrattuale dei clienti è medio, in quanto molti clienti hanno dimensioni importanti, ma GPI soddisfa a pieno molti requisiti di gare che hanno parametri elevati a cui solo GPI può rispondere. Il potere contrattuale dei fornitori è basso, in quanto GPI stessa genera valore rispetto alla propria catena di fornitori, andando a rappresentare un cliente molto importante per i propri fornitori. La minaccia dei prodotti sostituiti è media, in quanto GPI si pone su un mercato che ha delle spinte interne avverse all'elettrificazione e l'utilizzo delle tecnologie, ma allo stesso tempo i prodotti tecnologici sono in continua evoluzione ed ecco perché GPI ha come focus la ricerca e sviluppo. La minaccia di nuovi entranti è media, siccome le barriere all'entrata ed all'uscita del mercato sono molto elevate, in quanto sia i costi di ricerca e sviluppo, sia i benefici legati alle esternalità di network sono molto elevati. Nonostante ciò, vi è il rischio che dei competitor internazionali si affaccino sul mercato domestico o sui segmenti di mercato in cui GPI agisce all'estero, potendo rappresentare un rischio.
- Un forte potenziale di generazione di cassa: per CFP1 è importante poter presentare in assemblea un'azienda con un'importante generazione di cassa, in modo tale che essa possa venir valutata ed apprezzata in maniera ottimale dal mercato, potendo offrire dividendi consistenti ai propri investitori. Più nel particolare, infatti, GPI si impegnava ad offrire un *payout ratio* del 50%. L'EBITDA e l'EBIT di GPI sono infatti importanti e, tramite le

operazioni di M&A, la prospettiva futura consiste nell'aumentare i flussi di cassa in maniera tale da soddisfare gli investitori e le necessità dell'azienda.

- Un management di comprovata esperienza: l'importanza nel trovare un'azienda guidata da un management che abbia saputo contribuire alla realizzazione dell'impresa configurando un percorso di crescita e mantenendo la redditività e l'equilibrio finanziario è fondamentale, in quanto gli sponsor delle SPAC non possono imbarcarsi in operazioni di risanamento del bilancio, tantomeno impattare sulla politica aziendale in maniera sproporzionata rispetto al proprio apporto di capitale. Di conseguenza, il dialogo tra sponsor e management deve essere quanto più chiaro possibile, con l'intento reciproco di partecipazione ed impegno, trovando punti di contatto ed allineando i propri interessi. GPI, in questo caso, è guidata dal 1988 da Fausto Manzana, il quale con lungimiranza ed attenzione ha guidato l'azienda nel corso dei decenni verso il successo, assicurando continuità ed una strategia ben delineata basata sui driver della qualità e dell'innovazione.
- Un *equity value* coerente rispetto alla liquidità investibile: come già descritto, è fondamentale che il titolo dell'azienda sul mercato sia liquido, per cui il flottante deve essere superiore al 20% dell'*equity* totale. CFP1, avendo raccolto 51 milioni di euro, aveva come target un'azienda dall'*equity value* di approssimativamente 100 milioni di euro. GPI, infatti, aveva un valore di 100 milioni di euro, potendo garantire quindi un flottante del 33%, con la conseguente maggiore liquidità e scambiabilità sul mercato.

3.3.3 L'operazione

Dopo aver annunciato il 5 settembre 2016 l'integrazione tra CFP1 e GPI, sono stati definiti i particolari dell'operazione, che ha visto la quotazione di GPI sull'AIM il 29 dicembre 2016 ed il debutto sui listini MTA nel 2018.

Fausto Manzana ha spiegato: “L'accordo con Capital for Progress 1 rappresenta un punto di svolta cruciale perché GPI ha ormai una massa critica tale per cui il confronto diretto con i mercati finanziari era diventato fondamentale. Ora per GPI si aprono nuove, notevoli prospettive di crescita che ci permetteranno di consolidare le quote di mercato acquisite e proiettarci verso nuove opportunità”.

Mentre Marco Maria Fumagalli, Presidente di Capital For Progress 1 S.p.A. ha dichiarato: “Sottoponiamo ai nostri investitori, nei tempi che ci eravamo prefissati, una opportunità che crediamo rispetti gli obiettivi dichiarati in sede di *fund raising*. GPI è una eccellente realtà italiana che contribuisce con trasparenza ed efficienza al nostro sistema sanitario. Crediamo che le risorse ed il supporto che Capital For Progress 1 apporterà a GPI contribuiranno ad accelerare il suo percorso di crescita, anche internazionale, e il futuro di questa azienda riserverà soddisfazioni a tutti i suoi soci”.

L'intera liquidità di CFP1, ovvero 51 milioni di euro, sono stati messi a disposizione per lo sviluppo del gruppo, con l'obiettivo di fare di GPI il motore del processo di aggregazione del mercato italiano dell'*outsourcing* sanitario.

Secondo l'accordo, inoltre, GPI è stata valorizzata ai fini del concambio 100 milioni di euro, con la holding di Fausto Manzana (FM), in aumento della propria partecipazione per il 3% del capitale tramite la rilevazione della quota azionaria da Orizzonte SGR. Sia FM che Orizzonte sono state sottoposte ad un periodo di *lock-up* di 28 mesi. Per di più, ad FM sono state assegnate azioni a voto doppio, in modo tale da mantenere il controllo della società.

Il consiglio di amministrazione prevedeva 5 componenti indicati da FM e 2 componenti indicati da CFP1.

Effettuata la quotazione, la composizione del capitale sociale si presentava come in Figura 29.

Figura 29: Composizione del capitale di GPI al 29 dicembre 2016

Azionisti	Numero e categoria di azioni	Percentuale diritti di voto	Percentuale sul capitale sociale di GPI
FM SRL	n. 249.000 Azioni Ordinarie n. 9.268.000 Azioni Speciali B	74,81%	62,35%
Orizzonte SGR	n. 732.000 Azioni Speciali B	5,83%	4,80%
Soci Promotori	n. 110.600 Azioni Ordinarie n. 153.300 Azioni Speciali C	0,44%	1,73%
Mercato	n. 4.750.400	18,92%	31,12%

Fonte: Bebeez, GPI debutta all'Aim, dopo la fusione con Capital for Progress I, 30 dicembre 2016

Tra i vari meccanismi di incentivazione, FM e CFP1 hanno concordato un meccanismo di aggiustamento prezzo attivabile nel caso in cui il Gruppo GPI non avesse raggiunto nell'esercizio 2016 almeno 21,7 milioni di euro di EBITDA e 5,9 milioni di euro di utile netto e nell'esercizio 2017 almeno 23 milioni di euro di EBITDA.

Era previsto che questo aggiustamento di prezzo avvenisse con un meccanismo *cashless* tramite l'assegnazione gratuita di azioni (*Remedy Shares*) da parte di FM a favore dei promotori della SPAC. I risultati desiderati sono stati poi mantenuti, per cui non si è resa necessaria l'attivazione di questo aggiustamento di prezzo.

Per quanto riguarda gli sponsor, la prima tranche (25%) delle azioni speciali è stata convertita solo dopo il perfezionamento dell'integrazione.

Un'altra incentivazione aveva per oggetto gli investitori, infatti, come spiegato nel capitolo 2.2, molto spesso essi non mantengono le azioni fino al perfezionamento della *business combination*. Grazie a questa incentivazione, sempre più frequente negli ultimi anni, gli investitori non recedenti hanno ricevuto nuovi *warrant* in misura di 3 ogni 10 azioni possedute.

3.3.4 Sviluppo e prospettive future della società

Lo sviluppo di GPI ha visto una grande accelerazione negli ultimi cinque anni, ma l'obiettivo del management è sempre rimasto invariato e concentrato sulla generazione di valore tramite un'offerta *multibusiness* improntata alla crescita domestica ed internazionale, sia tramite i driver tecnologici, che quelli legati allo sviluppo delle partnership, delle economie di scala e delle esternalità di network. Secondo l'azienda, infatti, la competizione non è soltanto una questione tecnologica, ma anche una questione legata allo sviluppo della capacità di supporto alle strutture sanitarie pubbliche e private. Questo obiettivo di GPI si è dimostrato ancora più lungimirante con lo scoppio della pandemia da Covid-19. Se infatti fino ad inizio 2020 la sanità non aveva dovuto affrontare sfide globali e così vaste, questa nuova minaccia ha portato un'attenzione crescente verso le dinamiche di digitalizzazione e partnership, accelerando i processi di aggregazione della domanda e dell'offerta. Molte regioni italiane, infatti, hanno cercato di sviluppare modelli innovativi per la lotta al virus, mentre altre hanno avuto più difficoltà ad avviare un processo virtuoso, sia per motivi strutturali, che per la parziale assenza di interlocutori capaci di offrire delle soluzioni sviluppate su misura per i singoli territori.

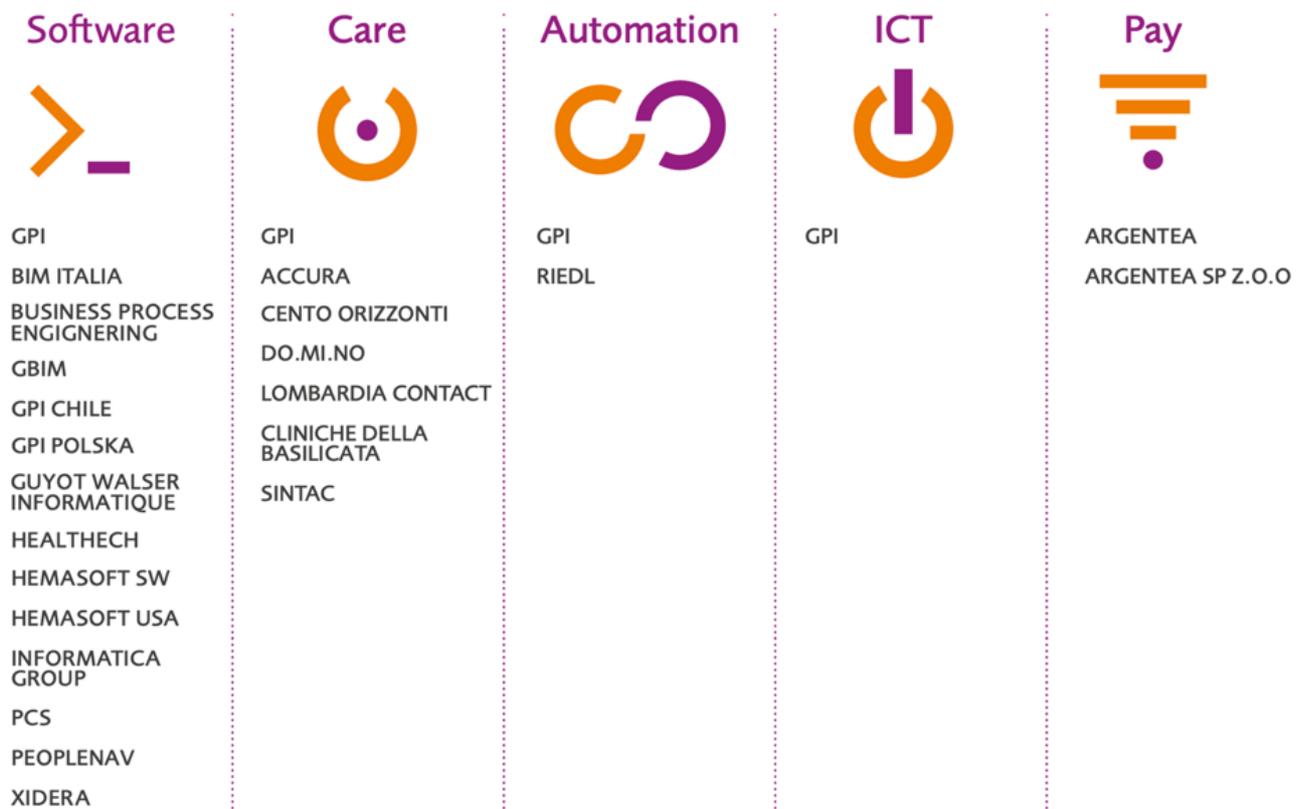
Per quanto concerne le prospettive future, GPI sta già incentrando la propria strategia sulle operazioni M&A al fine di rafforzare ed ampliare la propria posizione di mercato in Italia ed all'estero, ma, all'orizzonte, sono ovviamente presenti molti rischi. Uno su tutti è la possibilità che nei prossimi due anni si affaccino sul settore *healthcare* dei player più generalisti, i quali agiscono da aggregatore grazie alle loro ingenti capacità finanziarie. A tal proposito, tra i diversi player che attualmente si stanno interessando a questo mercato, vi sono Apple, Google ed Amazon. L'azienda, infatti, si sta preparando per un'eventuale presenza di alcuni competitor di queste dimensioni e sta proseguendo in maniera diligente le proprie operazioni di acquisizione, in modo tale da rafforzare le proprie aree strategiche implementandole con ulteriori sviluppi delle proposte virtuali, di *blood bank* e B2C.

Per quanto concerne i servizi B2C, vi è un'ottima propensione di GPI verso lo sviluppo di servizi che attraggano in maniera attiva e funzionale un vasto segmento di clienti. Nell'ultimo anno sul mercato italiano abbiamo visto il lancio dell'app Immuni e, in accordo con l'Unione Europea, del Green Pass, entrambe soluzioni digitali che, fino a poco tempo fa, sarebbero state inimmaginabili. Nel primo caso il fallimento è stato evidente, nel secondo caso è ancora troppo presto per esprimersi, ma GPI ha già dimostrato una forte attenzione verso le dinamiche digitali, ritenendo che i cittadini non solo siano pronti, ma addirittura siano alla ricerca di soluzioni digitali e virtuali ai problemi della sanità. Questo approccio *customer-driven* è certamente alla base dello spirito e dei valori di GPI, che crede fermamente nel miglioramento dell'esperienza dei clienti per la creazione di valore.

Le aree geografiche di maggiore interesse per l'azienda sono quelle che hanno un settore sanitario simile a quello italiano, come già dimostrato fino ad ora, ma l'azienda ha ugualmente desiderato espandersi negli Stati Uniti e, da diverso tempo, mira al Sud America, in quanto mercato ancora poco servito in maniera aggregata.

Le aree strategiche del gruppo si sono rafforzate nel corso degli anni, presentando anche un numero maggiore di aziende. GPI al 2019 presentava 23 aziende, mentre nel 2015 le aziende del gruppo erano 15 (Figura 30).

Figura 30: Le aree strategiche e le aziende in esse attive del gruppo GPI



Fonte: Bilancio 2019 di GPI

Tra il 29 dicembre 2016 ed il giugno 2021, l'azienda ha offerto un rendimento del 22,69% ai propri investitori, sottoperformando il FTSE MIB, che si è attestato a quota 32,18%. Per quanto riguarda il rendimento del titolo tenendo conto della negoziazione delle azioni della SPAC a partire dall'agosto 2015, esso ha assunto un valore del 30,61%, mentre il FTSE MIB, che all'epoca quotava 21472, ha offerto un rendimento del 16,1% (Figura 31).

Ciò indica una forte credibilità dell'azienda di fronte ai mercati, avendo interessato in maniera trasversale sia gli investitori istituzionali che gli investitori *retail*, senza cedere il passo rispetto al FTSE MIB, il quale ha però goduto maggiormente dell'immissione di liquidità sui mercati causata dalle attività delle banche centrali durante il 2020.

Figura 31: Andamento del titolo GPI pre e post integrazione a confronto con il FTSE MIB dall'agosto 2015 al giugno 2021



Fonte: Analisi personale tramite Yahoo Finance

Dal punto di vista dell'azienda, essendo stata la SPAC uno strumento tramite cui accogliere maggiore liquidità, vi sono stati sia benefici che problematiche nel rapporto con gli sponsor e gli investitori.

I primi problemi, infatti, sono emersi nella fase di *due diligence*, che essendo fondamentale per i promotori di una SPAC, è spesso molto zelante, setacciando l'azienda in maniera precisa. Nonostante la buona volontà di GPI, essa non era ancora pronta a comunicare all'esterno le proprie dinamiche operative e finanziarie, non potendo quindi presentare un *track record* completo di tutti i KPI che la SPAC desiderava.

In aggiunta a ciò, il passaggio dai principi contabili nazionali OIC ai principi internazionali IAS/IFRS, ha richiesto una maggiore precisione nel controllo di gestione, richiedendo un'attività di *controlling* più specifica e dettagliata, mettendo in difficoltà GPI.

Inoltre, ogni promotore deve confezionare l'azienda target con uno *storytelling* che la renda più apprezzabile, effettuando delle semplificazioni a livello comunicativo che possono portare a delle tensioni con il management, se poco allineato con la descrizione effettuata dal *board* della SPAC.

Nel caso di GPI, il gruppo ha posto una maggiore attenzione rispetto ai valori aziendali, piuttosto che al valore di borsa, tendendo verso una dimensione che ha potuto da una parte far crescere GPI nei tempi e nelle modalità più corretti, ma dall'altra ha portato ad alcune defezioni degli investitori, i

quali criticavano la mancata comunicazione verso l'esterno da parte dell'azienda in difesa del titolo e del suo andamento.

3.3.5 Nozioni acquisite dal caso studio

Analizzando questo caso studio, sono emersi molti concetti fondamentali per comprendere le SPAC e la loro possibile applicazione nel mercato italiano.

Alcune tematiche sono ricorrenti in tutte le decisioni di *business combination*, perciò è fondamentale che ogni azienda, sponsor ed investitore prenda in considerazione questa opportunità e le relative difficoltà per effettuare delle decisioni coerenti rispetto ai propri obiettivi.

- I promotori, l'azienda e gli investitori devono essere sottoposti ad un sistema di incentivazione: i promotori devono essere infatti impegnati nell'investimento, non solo dal punto di vista promozionale, ma anche nello sforzo di medio termine, dovendo tenere in considerazione in *primis* i bisogni dell'azienda e degli investitori. L'azienda deve effettuare la propria apertura al mercato dei capitali consapevole delle aspettative del mercato, trovando un accordo iniziale che inquadri in maniera corretta i parametri ed i KPI a cui deve tendere. La proprietà, inoltre, deve essere sottoposta ad un *lock-up* per garantire la stabilità dell'assetto societario. Gli investitori, in fine, seppur nel rispetto dei principi di borsa e mantenendo l'attrazione verso la liquidità, devono essere sottoposti ad un regime di regolazione dei *warrant* che preveda l'elargizione di un'ulteriore somma di essi solo alla conclusione della *business combination*, in modo tale che non comprino le *unit* della SPAC solo per mantenerne i *warrant*, vendendo prematuramente le azioni.
- I promotori devono avere un'adeguata esperienza: se da una parte si elogia di frequente le abilità dei promotori di alcune SPAC, si deve tenere ben presente che non sempre gli sponsor sono preparati ed adatti ad una determinata operazione, soprattutto in fase di *scouting*, quando ad emergere in maniera preponderante sono le abilità nel ricercare degli investimenti profittevoli nell'*equity*. Non bastano quindi ottime conoscenze del mercato, ma sono necessari anni di esperienza ed un importante bagaglio di *hard* e *soft skill*.
- I promotori non devono avere conflitti d'interesse: spesso le figure di spicco nel campo delle SPAC sono professionisti impegnati nel *private equity* ed in importanti realtà industriali. In questi casi si rendono quindi fondamentali delle regole per evitare i conflitti d'interesse, in quanto uno sponsor potrebbe favorire il proprio fondo PE rispetto alla SPAC durante la contrattazione con un'azienda target, o ancora potrebbe preferire che certe aziende non beneficino della quotazione per evitare che possano acquisire un vantaggio competitivo rispetto all'azienda che guidano.

- Una SPAC deve presentare un capitale diffuso: prendendo in considerazione il fatto che una SPAC possa raggiungere la *business combination* solo con l'assenso dell'assemblea e senza che vi sia più del 30% dei recessi, la possibilità che l'azionariato non sia diffuso e che un solo socio della SPAC abbia più del 10% della SPAC, è un grave rischio per la riuscita delle operazioni, in quanto tale socio potrebbe sia osteggiarle, che instaurare un regime ricattatorio per assumere maggiori diritti.
- Non devono esserci dinamiche di “capitalismo di relazione”: in Italia, ma più in generale nei Paesi con un mercato borsistico meno vasto e di minori dimensioni, può avvenire che gli sponsor attraggano degli investitori sulla base delle loro relazioni pregresse, piuttosto che per la bontà dell'operazione. In questo caso il *soft power* dei promotori su tali investitori potrebbe portare ad una condizione in cui l'assemblea della SPAC non rappresenti a pieno la volontà di un investitore logico, rischiando di dare assenso a delle operazioni non pienamente soddisfacenti.
- La SPAC deve essere facilmente investibile: come precedentemente affermato, sia i promotori, che l'azienda e gli investitori devono essere consapevoli della facilità con cui trovare un *deal*. Nel mercato italiano, quindi, sono preferibili SPAC centrate sui 50 milioni di euro, poiché investibili nella più ampia platea di aziende che posseggono un *equity value* di circa 100 milioni di euro. Ciò al fine di garantire un flottante di circa il 30% *dell'equity*, necessario per favorire gli scambi del titolo sul mercato.
- Le aziende possono prendere in considerazione sia l'apporto di una SPAC che di un fondo di *private equity*: contrariamente a ciò che viene a volte ritenuto, una SPAC non è un'alternativa al *private equity*, è invece uno strumento che si può utilizzare ad integrazione del PE per raggiungere la quotazione in borsa. Il caso GPI insegna che nonostante l'azienda si sia aperta ai capitali di mercato tramite CFP1, l'apporto del Fondo ICT di Orizzonte è stato di grande importanza sin dal 2013. Se da una parte infatti molte aziende sono in continua ricerca di fonti finanziarie, dall'altra bisogna prendere atto del fatto che l'apporto delle SPAC si esaurisce in un periodo di breve termine, mentre alcuni fondi di PE possono assumere impegni con l'azienda di medio-lungo termine, partecipando alla vita operativa dell'impresa e supportandola nella crescita.

Conclusione

La possibilità di disporre dei giusti mezzi finanziari per le imprese italiane è una delle sfide più difficili che l'industria italiana ed i regolatori stanno affrontando.

Se da una parte molte aziende sono tutt'ora avverse all'apertura del proprio capitale agli investitori ed all'adozione di operazioni che facciano ampio uso della leva finanziaria, dall'altra va tenuto in considerazione che l'attuale struttura di mercato si affida già alla leva finanziaria, spesso in maniera incauta, portando ad una ormai cronica e strutturale sottocapitalizzazione delle aziende, con i relativi rischi di insolvenza che ledono il tessuto economico e sociale italiano.

Inoltre, la poca liquidità dei fondi chiusi ha ulteriormente minato l'efficacia e l'espansione dei fondi di *private equity*, i quali stanno però sempre più concentrando i loro sforzi nella creazione e promozione di mezzi e veicoli di finanziamento più flessibili ed adatti agli investitori.

Ecco perché negli ultimi anni vi è stata una crescita nell'adozione di alcune modalità di investimento prima inesplorate, tendendo alla soddisfazione degli effettivi bisogni del tessuto industriale e degli investitori, rispettando la regolamentazione e ricercando in essa un equilibrio fatto di oneri ed onori, mirati a garantire la sicurezza delle controparti.

In questo panorama complesso ed in continuo mutamento, sono sempre più presenti quindi i *club deal*, i *family office* e, non per ultime, le SPAC. Esse, seppur non prive di possibili critiche, hanno portato una ventata di aria fresca in un settore che, con crescente enfasi, reclamava da tempo maggiore flessibilità per le aziende e per gli investitori.

I risultati di questo studio, però, dimostrano che le sole SPAC non sono sufficienti a rispondere alle necessità del mercato italiano, ma che anzi sono solo un tassello che deve andare a comporre il complesso di strumenti ed operatori del settore del *private equity*, fornendo soluzioni flessibili, certe, chiare e competitive sul piano internazionale. L'attuale incertezza legislativa che avvolge le SPAC in molti Paesi, l'eccessivo carattere promozionale che le contraddistingue, il loro orizzonte temporale breve e la possibilità che vengano a mancare gli strumenti di allineamento tra promotori ed aziende, fa di questo veicolo uno strumento che non può in alcun modo rappresentare la panacea per le imprese alla ricerca di risorse finanziarie, eppure, se utilizzate in maniera virtuosa, possono dare slancio ad una realtà imprenditoriale pronta a decollare.

Bibliografia e sitografia

La bibliografia e la sitografia sono presentate in ordine alfabetico.

Bibliografia

AIFI, (2020). *Il mercato italiano*.

Arundale, K., & Mason, C. (2020). *Private equity and venture capital: riding the COVID-19 crisis*.

Bain & Company, (2019). *Global Private Equity Report*.

Bain & Company, (2020). *Global Private Equity Report*.

Bebeez, (2016). *GPI debutta all'Aim, dopo la fusione con Capital for Progress I*.

Berger, R. (2008). *SPACs: An alternative way to access the public markets*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 68-75.

Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*. *Journal of financial economics*, 47(3), 243-277.

Bloomberg, (2018). *Blackstone exits Hilton, earning \$14 billion after 11 years*.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Sandri, S., & Bigelli, M. (2003). *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGraw-Hill.

Bureau van Dijk, (2019). *Global M&A Review*.

CBInsights, (2020). *SPAC report 2020*.

Conca, V. (2017). *Mercato delle SPAC. Eppure si muove*.

Del Giudice, R., & Gervasoni, A. (2005). *La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e venture capital*.

Diamond, S. (1985). *Leveraged buy-outs*. Dow Jones Irwin, Homewood

Duff & Phelps, (2020). *SPAC market report fall 2020*.

Economia Italiana, (2021). *Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane*.

Ernst & Young, (2021). *2021 Global private equity survey*.

Fontana F., Caroli M. (2017). *Economia e gestione delle imprese*.

Fumagalli, M. (2014). *Lo sviluppo della SPAC (Special purpose acquisition company) in Italia: un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*. EGEA spa.

- Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*. Guerini next.
- Gigante, G., Conso, A. (2019). *Le SPAC in Italia: stato di un fenomeno in evoluzione*. EGEA spa.
- Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2020). *A sober look at SPACs*.
- Kotler, P., Keller, K. L., Ancarani, F., Costabile, M. (2017). *Marketing Management*.
- Il Sole 24 Ore, (2019). *PMI, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?*
- Il Sole 24 Ore, Sattin F. L., (2018). *Private Equity: le opportunità per un vero decollo in Italia*.
- Invest Europe, (2020). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019*.
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2013). *On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)*.
- Lakicevic, M., Vulcanovic M. (2012). *A story on SPACs*.
- LIUC Università Cattaneo, (2019). *Rapporto Italia 2019 VeM – Venture Capital Monitor*.
- Marchi L., Maraghini M. P. (2018). *Analisi e pianificazione economico-finanziaria*.
- McKinsey & Company, (2020). *A new decade for private markets: McKinsey global private market review*.
- Mishkin F. S., Eakins S. G., Beccalli E. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*.
- Murray, J. S. (2014). *The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs*.
- Nilsson, G. O. (2018). *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*. *European Business Organization Law Review*, 19(2), 253-274.
- NVCA, (2020). *Yearbook*.
- Preqin, (2020). *2020 Preqin global private equity & venture capital report*.
- Preqin, (2018). *Special report: private equity in emerging markets*.
- Reuters, (2021). *How the American SPACs rocket has failed to take off in Europe*.
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2012). *Exit, voice, and reputation: the evolution of SPACs*. *Del. J. Corp. L.*, 37, 849.
- Schiesari R. (2018). *Le SPAC tra la crescita dei mercati finanziari e lo sviluppo delle imprese*.

Sitografia

www.aifi.it

www.aim-italia.it
www.bain.com
www.bebeez.it
www.bloomberg.com
www.borsaitaliana.it
www.bvdinfo.com
www.capitalforprogress.it
www.cbinsights.com
www.finance.yahoo.com
www.ft.com
www.gpi.it
www.ilsole24ore.it
www.investeurope.eu
www.investopedia.com
www.kpmg.com
www.mckinsey.com
www.nasdaq.com
www.nvca.com
www.nyse.com
www.nytimes.com
www.preqin.com
www.reuters.com
www.spacanalytics.com
www.spacinsider.com
www.statista.com
www.swfinstitute.org
www.tradingview.com