Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Finanza

ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

Motivazioni, impatto aziendale e benefici dell'emissione di minibond. Il caso GPI Group

Relatore
Ch. Prof. Ugo Rigoni

Correlatore
Ch. Prof. Federico Beltrame

Laureando
Luca Scandagliato
Matricola 848608

Anno Accademico
2017/2018

INDICE

PREFAZIONE

CAPITOLO 1

I MINIBOND: CONTESTO E ASPETTI CHIAVE PER LE IMPRESE.....9

1.1 LE PMI IN ITALIA E IL CAMBIAMENTO DEL CONTESTO NORMATIVO....9

1.2 I MINIBOND E IL PROCESSO DI COLLOCAMENTO.....13

1.3 IL MERCATO EXTRAMOT PRO E LA QUOTAZIONE DEI MINIBOND.....19

1.4 I COSTI DI UN'OPERAZIONE DI COLLOCAMENTO DI MINIBOND.....21

1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI DI UNA EMISSIONE DI MINIBOND.....24

CAPITOLO 2

GPI GROUP E IL RICORSO AI MINIBOND.....30

2.1 STORIA ED EVOLUZIONE DI GPI GROUP.....30

2.2 IL RICORSO AI MINIBOND.....38

2.2.1. Panoramica sulle operazioni di M&A.....40

2.3 L'UTILIZZO DEI MINIBOND IN GPI GROUP: DUE ESEMPI PRATICI.....49

2.3.1 L'utilizzo del minibond per finanziare le operazioni di M&A.....50

2.3.2 L'utilizzo del minibond per riequilibrare le passività.....53

CAPITOLO 3

IMPATTI E BENEFICI DELLE QUATTRO EMISSIONI DI MINIBOND....58

3.1 LE QUATTRO EMISSIONI DI MINIBOND DI GPI GROUP.....58

3.1.1 La prima emissione: "GPI Tasso Fisso (5,50%) 2013 - 2018".....58

3.1.2 La seconda emissione: "GPI fixed rate 2015-2025".....62

3.1.3 La terza emissione: "GPI S.P.A. – 4,3% 2016 – 2023".....66

3.1.4 La quarta emissione: "GPI S.P.A. – 3% 2017 - 2022" 70

3.2 IL RISPETTO DEI REQUISITI MINIMI D'EMISSIONE DA PARTE DI GPI GROUP.....73

3.3 ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DI GPI GROUP: IMPATTI E BENEFICI DELLE EMISSIONI DI MINIBOND.....76

3.3.1. Dati significativi ed indicatori.....77

3.3.2. I minibond e l'impatto sulla gestione finanziaria delle passività.....89

3.4 GPI GROUP E LE PMI EMITTENTI MINIBOND: CONFRONTO FRA INDICATORI DI BILANCIO.....101

- 2013
- 2017

CONCLUSIONI.....110

BIBLIOGRAFIA

PREFAZIONE

Nel sistema economico finanziario italiano operano circa 4,4 milioni di imprese di cui il 99,9% è rappresentato dalle piccole-medie imprese, le c.d. PMI, e dalle microimprese. Queste due categorie, se si considerano le PMI come un'unica categoria, a causa della crisi finanziaria internazionale che ha afflitto il paese, hanno affrontato un periodo di forte recessione che ha portato molte di esse a fallire e a chiudere l'attività.

Uno dei problemi principali riscontrati dalle imprese soprattutto da quelle appena prese in considerazione, è stato il cosiddetto fenomeno del *credit crunch*, ossia la contrazione delle erogazioni dei prestiti da parte delle banche a causa dell'aumento, da parte di esse, dei tassi di interesse e dalla richiesta di maggiori garanzie, chiudendo in questo modo l'accesso al credito a tutte quelle imprese non in grado di adempiere a somme di denaro così onerose.

Nel panorama italiano, dove le aziende si sono da sempre affidate in maniera pressoché esclusiva al prestito bancario come forma di finanziamento (circa l'81% dei finanziamenti è bancario), un fenomeno come il *credit crunch* ha fatto comprendere alle imprese l'importanza di bilanciare e di differenziare le proprie fonti di finanziamento per ridurre la forte dipendenza da un'unica fonte e per rafforzare di conseguenza la solidità economica, finanziaria e patrimoniale.

I governi italiani che si sono susseguiti nel corso degli anni ai fini di migliorare e favorire nuovamente l'accesso al credito alle PMI e alle microimprese, le categorie maggiormente colpite, hanno istituito varie normative riguardanti prevalentemente la possibilità per le imprese di finanziarsi attraverso strumenti di mercato alternativi al canale bancario al fine di incrementare la disintermediazione bancaria.

È proprio in questo contesto che nascono in Italia i cosiddetti minibond, dei titoli di debito ovvero delle obbligazioni societarie a medio lungo termine studiati appositamente per le PMI non quotate, con lo scopo di favorire la diversificazione

delle fonti di finanziamento e rivolte essenzialmente al supporto dei progetti di crescita e di sviluppo aziendale.

Il seguente elaborato si concentrerà dunque, su questi nuovi strumenti di finanziamento focalizzandosi su un particolare caso aziendale ovvero quello di GPI Group, una società italiana che a causa del rischio paese ha dovuto ampliare i propri orizzonti finanziari e entrare nel mondo del mercato dei capitali.

L'obiettivo principale della tesi non sarà quello di mettere in luce il processo per mezzo del quale la società ha collocato i minibond ma di evidenziare, innanzitutto le motivazioni e le cause che hanno indotto la società a finanziarsi con tali strumenti e inoltre gli impatti e le ripercussioni a livello economico e finanziario dell'aver intrapreso un percorso completamente nuovo nel mercato dei capitali.

A tale proposito nel primo capitolo partendo dalla situazione di crisi che ha afflitto l'economia italiana dal 2008 si arriverà, grazie agli interventi governativi, ad introdurre lo strumento del minibond come fonte di finanziamento alternativa.

Più nello specifico verranno illustrate le caratteristiche tipiche del processo di collocamento di un minimond, in particolare ci si soffermerà sia sui vari attori partecipanti alle differenti fasi dell'iter d'emissione, sia sui vantaggi e sugli svantaggi aziendali che ne possono derivare.

Per la realizzazione di una simile operazione l'azienda deve, infatti, essere affiancata da determinati esperti poichè per emettere con successo un minibond nel mercato sono richieste competenze e conoscenze molto spesso non presenti in azienda.

Si vedrà poi come in base alle necessità dell'azienda il minibond possa essere quotato su un segmento di Borsa Italiana creato appositamente per le PMI, il mercato ExtraMot Pro.

Apparirà chiaro come ogni fase del processo d'emissione, dall'origination alla possibilità di quotazione, imponga all'azienda l'adempimento di numerosi requisiti che comportano l'impiego di numerose risorse societarie. Ma sebbene il collocamento di un minibond richieda delle competenze specifiche e dei costi maggiori rispetto quelli di un prestito bancario, si andranno a mettere in luce gli

aspetti chiave per cui un simile strumento rappresenta un aiuto oramai essenziale per le piccole-medie imprese non quotate.

Si procederà poi nel secondo capitolo a verificare concretamente quanto riportato nel primo, ovvero attraverso l'analisi di un caso aziendale quale GPI Group, si esamineranno le motivazioni e gli impatti a livello societario delle quattro obbligazioni emesse dall'impresa considerata dal 2013 al 2017.

GPI Group è stata scelta come oggetto d'analisi in quanto rappresenta un caso emblematico di società il cui sviluppo, come si vedrà nell'elaborato, è stato particolarmente influenzato dall'emissione di minibond a cui ha fatto ricorso nell'arco di 5 anni per ben 4 volte.

Il secondo capitolo quindi sarà composto principalmente da tre parti:

- una prima parte di carattere descrittivo in cui verranno presentati, in primo luogo GPI Group, ovvero la storia aziendale, le attività principali e il settore di riferimento e secondariamente le motivazioni per le quali il Gruppo si sia aperto nel 2013 al mercato dei capitali attraverso l'emissione di minibond. Quindi, ci si concentrerà sulle operazioni di M&A, cardine della crescita di GPI, e su due particolari situazioni aziendali di impiego dei fondi raccolti con i minibond con lo scopo di sottolineare sia le motivazioni che le ripercussioni, a livello di aggregati e indicatori di bilancio, delle emissioni;
- una seconda parte in cui ci si focalizzerà sugli impatti e sui benefici aziendali derivanti dalle emissioni obbligazionarie. Verranno presentate a livello descrittivo le quattro operazioni di collocamento e successivamente lo studio procederà con un'analisi dei dati e delle informazioni contenute nei bilanci consolidati sociali con lo scopo di mettere in luce il ruolo dei minibond nel percorso di crescita e di sviluppo intrapreso dall'azienda;
- nella terza e ultima parte, si andrà a valutare GPI Group nel panorama più ampio delle imprese emittenti minibond. Grazie ad un campione di imprese analizzato dall'Osservatorio di Milano nel "4° report sui mini-bond", si andrà a valutare se il comportamento di GPI group, per quanto riguarda determinati parametri, è stato nella media o al disopra o al disotto di essa.

In conclusione apparirà chiaro come la presenza di una nuova fonte di finanziamento quale quella del minibond ha determinato una svolta fondamentale nel percorso evolutivo di GPI Group riscontrabile sia dai visibili miglioramenti economici, finanziari e patrimoniali espressi dalle chiare variazioni delle poste di bilancio sia dai cambiamenti radicali delle strategie di crescita le quali hanno imposto degli obiettivi più ambiziosi da raggiungere.

CAPITOLO 1

I MINIBOND: CONTESTO E ASPETTI CHIAVE PER LE IMPRESE

1.1 LE PMI IN ITALIA E IL CAMBIAMENTO DEL CONTESTO NORMATIVO

Le piccole medie imprese in Italia, da ora in avanti definite PMI sono individuate in base alla classificazione della Commissione Europea (tabella 1.1) come quelle imprese con meno di 250 addetti e un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, e non rientranti nella categoria delle microimprese. Esse costituiscono, secondo gli ultimi dati ISTAT del 2016, il 4,7% del totale delle imprese attive in Italia, dove però la componente più rilevante è rappresentata dalle microimprese, il 95,2% del totale[1].

Tabella 1.1: categorie di imprese secondo la classificazione delle Commissione Europea

CATEGORIA	FATTURATO		DIPENDENTI		ATTIVO
Grande impresa	≥ 50	oppure	≥ 250	e	≥ 43
Media impresa	≤ 50	e	≤ 250	oppure	≤ 43
Piccola impresa	≤ 10	e	≤ 50	oppure	≤ 10
microimpresa	≤ 2	e	≤ 10	oppure	≤ 2

Fonte: Commissione Europea

Cerved, nel rapporto PMI 2017 steso attraverso le informazioni raccolte fino al 13 ottobre 2017, evidenzia innanzitutto che 140.362 società italiane soddisfano i requisiti di PMI: in particolare 115.773 rientrano nella categoria delle piccole imprese e 24.859 nella categoria delle medie imprese. Il rapporto Cerved illustra come questi numeri contribuiscano all'economia nazionale grazie, ad un numero di addetti pari a 3,9 mln, ad un giro di affari di 871 mld di euro, ad un valore aggiunto di 204 mld (12,5% del PIL) nonchè ad un debito finanziario di 235 mld di euro[2]. I dati appena presentati sono significativi in quanto sottolineano come il

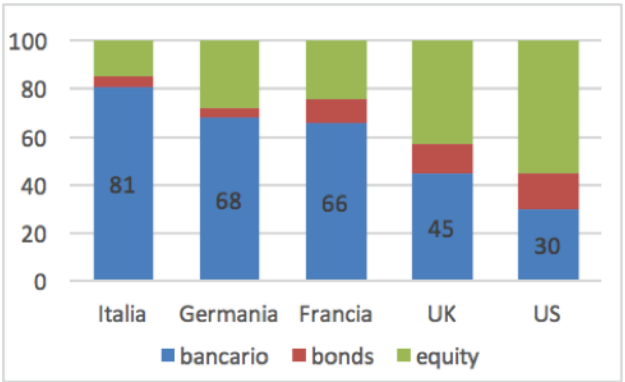
[1] Fonte: Istat, dati Istat: imprese e addetti
[2] Fonte: Cerved, rapporto Cerved PMI 2017

sistema di PMI si stia riprendendo da un periodo molto duro cominciato nel 2008 con la crisi dei mutui subprime. Dal secondo trimestre del 2008, con il principio della recessione italiana, le PMI hanno dovuto affrontare un drastico calo della domanda e una contrazione del debito bancario, il c.d. *credit crunch*: una congiuntura tale da mettere in ginocchio il sistema, che solamente verso fine del 2014 ha cominciato a mostrare dei piccoli segnali di ripresa facendo registrare un +3,1% nei tassi di crescita del numero di PMI e un netto miglioramento del numero di fallimenti e di altre procedure concorsuali, solamente per citare alcuni degli aspetti positivi.

La crisi finanziaria e la conseguente recessione economica hanno indotto i regolatori ad imporre e ad applicare regolamentazioni internazionali rigorose, in particolar modo nel settore bancario dell'erogazione del credito imponendo requisiti sempre più stringenti per le imprese italiane[3].

Questo aspetto è di notevole importanza se si evidenzia come la fragilità delle PMI sia in gran parte dovuta dalla struttura finanziaria poco flessibile e legata prevalentemente all'indebitamento bancario, come si nota nel grafico 1.1, che le rende di conseguenza estremamente vulnerabili in caso di peggioramento delle condizioni del credito bancario.

Grafico 1.1: fonti di finanziamento delle imprese italiane vs altri paesi



Fonte: Banca Finint, "Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese"

Iniziative di tipo operativo e normativo sono state di fondamentale importanza in questi ultimi anni per cercare di risollevare e aiutare le PMI italiane soprattutto per quanto riguarda l'affacciarsi al mercato dei capitali.

Le revisioni normative e fiscali sul fronte del debito per le PMI, con lo scopo di agevolare e favorire il ricorso ai

[3] Fonte: Consorzio camerale per il credito e la finanza, I mini-bond: istruzioni per l'uso, 2014

prestiti obbligazionari come minibond e cambiali finanziarie, sono state lo sforzo maggiore su cui il governo italiano si è concentrato.

Ai fini della tesi, tale cambiamento del contesto normativo verrà sinteticamente analizzato evidenziando i principali provvedimenti e le novità di spicco che hanno reso possibile la raccolta di risorse finanziare tramite il mercato del debito privato. Si ricordano, a tal proposito, le prime misure governative adottate, quali il c.d. *Decreto Sviluppo 2012* e *Decreto sviluppo bis:* due rilevanti passi finalizzati alla rimozione di vincoli fiscali e civilistici, da sempre limiti stringenti per le imprese non quotate in ambito di emissioni di strumenti di debito.

Così facendo si è riusciti a ridurre la disparità tra società con azioni quotate e società non quotate consentendo anche a quest'ultime l'opportunità di accedere più facilmente al mercato dei capitali grazie ad obbligazioni a medio-lungo termine – i c.d. minibond – alle cambiali finanziarie, nonchè alle obbligazioni subordinate e partecipative.

Un ulteriore passo in avanti per le PMI è rappresentato dal *Decreto Destinazione Italia* del 2013, orientato ad agevolare non tanto le imprese, quanto gli investitori istituzionali, quali assicurazioni e fondi pensione, nella sottoscrizione di titoli di debito delle PMI.

Altro grande traguardo avvenuto nel 2014 è il *Decreto Competitività* che ha introdotto per il sistema delle PMI, delle novità di natura principalmente fiscale in riferimento alle operazioni di *private placement* maggiormente conosciute e utilizzate sui mercati internazionali, al fine di allargare la platea dei sottoscrittori dei titoli a soggetti esteri[4].

Queste possono essere definite le prime fondamentali evoluzioni normative nel mondo delle piccole medie imprese volte a migliorarne e a favorirne lo sviluppo, nonchè ad ampliare gli strumenti a disposizione delle imprese. Naturalmente le iniziative governative non si sono arrestate e sono proseguite anche negli anni

[4] Fonte: Andrea Meiani, Luigi Rizzi, David Sabatini, Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi, 2015

più recenti con il *Decreto Crescita (d.l. 91/14)*, con il *Decreto Sblocca Italia (d.l. 133/14)* e con il *Decreto Giustizia per la Crescita (83/15)*, tanto per citarne alcuni.

PRINCIPALI NOVITÀ DEGLI INTERVENTI NORMATIVI	
Decreto Sviluppo Decreto Sviluppo bis	• deroga al limite art. 2412 c.c. del doppio di capitale + riserve per le emissioni obbligazionarie da parte di società per azioni con titoli azionari non ancora quotati, con la condizione di quotare le obbligazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione • deduzione ai fini Ires delle spese di emissione e gli interessi passivi pagati ai sottoscrittori del prestito obbligazionario • esenzione dalla ritenuta sugli interessi corrisposti a investitori qualificati solamente per le società con titoli quotati su un mercato regolamentato
Decreto Destinazione Italia	• riduzione dei costi grazie alla semplificazione degli adempimenti per le operazioni di cartolarizzazione di obbligazioni e titoli similari • possibilità di applicare sui finanziamenti a medio lungo termine, l'imposta sostitutiva delle imposte indirette • possibilità per fondi previdenziali e assicurazioni di investire in minibond, quotati e non, anche indirettamente attraverso cartolarizzazioni o fondi specializzati • possibilità di usare i minibond come sottostante di obbligazioni di relative cartolarizzazione e quote di fondi • estensione della garanzia del Fondo Centrale di Garanzia alle società di gestione del risparmio per gli investimenti dei fondi specializzati in minibond • possibilità di utilizzare beni mobili con privilegio speciale come garanzia sui minibond e, obbligazioni, relative cartolarizzazioni e crediti delle PMI per i covered bond emessi da banche
Decreto Competitività	• esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni o titoli similari, detenuti da investitori qualificati • estensione dell'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi anche alle società di cartolarizzazione e agli organismi di investimento collettivo del risparmio, purchè il loro patrimonio sia investito per almeno il 50% in obbligazioni e cambiali finanziarie

1.2 I MINIBOND E IL PROCESSO DI COLLOCAMENTO

Come visto nel primo paragrafo, una delle innovazioni introdotte dal Decreto Sviluppo 2012 è la possibilità per le PMI di emettere i c.d. minibond, un nuovo canale per raccogliere finanziamenti, differente dalle azioni e dal prestito bancario.

I minibond sono titoli di debito, quindi obbligazioni societarie a medio-lungo termine, normalmente di durata superiore ai 36 mesi, emessi da società italiane non quotate, costituite nella forma di s.p.a. o s.r.l. o cooperative, che non siano banche o microimprese.

Questa tipologia di prestito obbligazionario si differenzia per la dimensione ridotta degli importi e dei costi proprio perché concepita su misura delle PMI.

Nella nozione di minibond rientrano, oltre alle obbligazioni, anche i titoli similari ovvero i titoli di debito delle s.r.l. ex 2483 c.c. e gli strumenti finanziari partecipativi ex 2346 c.c. a natura di finanziamento, nonché la tipologia delle obbligazioni partecipative e con clausole di subordinazione[5].

Il motivo di tale raggruppamento è la presenza di affinità riguardanti la struttura, titoli di massa a contenuto omogeneo conferenti il diritto alla restituzione del capitale conferito.

I minibond sono divenuti ormai di fondamentale importanza nello sviluppo delle PMI, per due ordini di ragioni: 1) il canale bancario non è più in grado di fornire il capitale e la solidità garantita in passato: 2) è sempre di più vitale rilevanza differenziare le fonti di finanziamento per non incorrere in fragilità strutturali, come l'alto tasso di dipendenza all' indebitamento bancario principale causa della crisi del sistema degli ultimi anni.

Le motivazioni dell'elevato ricorso a questa forma obbligazionaria da parte delle imprese sono numerose e così suddividibili:

- finanziamento della crescita interna per sostenere gli investimenti in ricerca, sviluppo o produzione di nuovi prodotti;

[5] Fonte: Il sole 24 ore - DIRITTO 24, Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni, 2014

- finanziamento della crescita per linee esterne per sostenere possibili acquisizioni di imprese;
- ristrutturazione del passivo per differenziare le fonti di finanziamento e ridurre la dipendenza da un unico soggetto; il capitale raccolto servirà quindi a rimborsare un debito ad esempio di natura bancaria;
- finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa per assicurare l'equilibrio fra pagamento dei debiti e incasso dei crediti;
- oltre al finanziamento l'operazione consente, per alcune imprese, di compiere il primo passo verso il mercato dei capitali mettendo le basi per operazioni future più complesse;
- possibilità di operare una standardizzazione di prodotti e processi, ovvero permette di organizzare e strutturare un'impresa in modo da avere sempre una rendicontazione delle informazioni, un'attività di controllo di gestione e un audit puntuale.

L'unico scoglio per le PMI che vogliono finanziarsi attraverso un minibond è il processo di emissione, un percorso complesso che comporta diverse fasi e coinvolge diversi soggetti. Ciascuna fase è contraddistinta da decisioni che i soggetti coinvolti devono assumere e da adempimenti necessari per procedere con il processo.

Quest'ultimo può essere suddiviso come segue[6]:

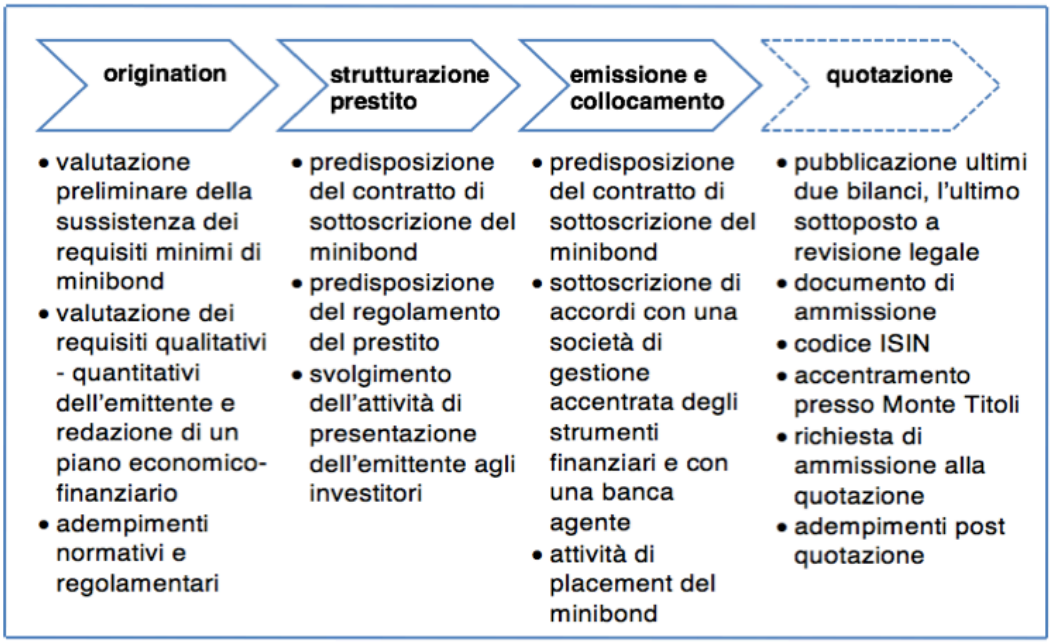
- *origination dell'operazione*, ovvero valutazione preliminare della sussistenza dei requisiti minimi di minibond, valutazione dei requisiti quantitativi dell'emettente e redazione di un piano economico-finanziario e adempimenti normativi e regolamentari;
- *strutturazione del prestito obbligazionario,* quindi definizione delle caratteristiche del minibond, predisposizione del regolamento del prestito e svolgimento dell'attività di presentazione dell'emittente agli investitori;
- *emissione e collocamento*, ovvero predisposizione del contratto di sottoscrizione del minibond, sottoscrizione di accordi con una società di

[6] Fonte: Luca Erzegovesi, I minibond e il finanziamento delle imprese, 2016

gestione accentrata degli strumenti finanziari e con una banca agente, attività di placement del minibond;

- *quotazione*, fase del processo opzionale, a discrezione della società emittente, possibilità di quotare il minibond nel segmento ExtraMot Pro di Borsa Italiana.

figura 1.1: processo di emissione dei minibond



fonte: elaborazione personale

Nella prima fase si vanno a valutare innanzitutto le finalità economiche dell'operazione, analizzandone i vantaggi e le criticità, come costi e tempistica, che potrebbero derivare dall'emissione di un minibond rispetto ad un'altra fonte di finanziamento.

Una volta presa la decisione di intraprendere il percorso di emissione e messi a fuoco gli obiettivi che si intendono perseguire, l'emittente, solitamente seguito e affiancato da un *advisor* finanziario, valuta la sussistenza dei requisiti minimi previsti dalla normativa quali:

- forma giuridica, s.p.a., s.r.l. o società cooperativa o mutua assicuratrice
- dimensioni societarie, l'accesso è consentito solo alle piccole e medie imprese, escludendo banche e microimprese e imprese quotate

- bilanci, devono essere pubblicati gli ultimi due bilanci e l'ultimo sottoposto a revisione legale

Verificata la presenza dei requisiti formali, il passo successivo consta nel valutare la società in termini qualitativi e quantitativi in quanto l'operazione di emissione deve rispecchiare e rispettare le caratteristiche dell'emittente e gli obiettivi che si intendono raggiungere.

L'advisor che accompagna la società dovrà valutare la situazione finanziaria attuale e prospettica (analisi quantitativa) in modo tale da constatare l'effettiva produzione di flussi di cassa necessari al pagamento degli interessi e del capitale relativi al minibond e predisporre un *information memorandum.* Un documento di sintesi redatto in fase di strutturazione del prestito, contenente dati e informazioni della società utilizzato per presentarla ai potenziali investitori.

A questa si affianca l'analisi qualitativa col fine di verificare la presenza sia di un management competente, in grado di affrontare la maggiore complessità aziendale derivante dalla futura emissione di minibond, sia di una struttura organizzativa efficiente ed efficace. Inoltre, attraverso la visione e l'analisi dei certificati di solvenza, di vigenza e il certificato fallimentare, deve essere accertata una situazione di *good standing*, una condizione che sussiste se la società non ha procedure concorsuali in corso o in procinto di essere dichiarate[7].

Gli adempimenti normativi e regolamentari rappresentano l'ultimo passaggio prima della fase di strutturazione del prestito e riguardano: la modifica dello statuto per le s.r.l., qualora l'emissione di minibond non sia consentita; la presenza della delibera di emissione risultante da verbale redatta dal notaio depositata e iscritta nel registro delle imprese; l'istituzione del libro delle obbligazioni per le s.p.a. o il Registro dell'emittente per le s.r.l..

Comincia così il processo di strutturazione del prestito, una fase articolata dove si definiscono tutte le caratteristiche del minibond da emettere, quali volume

[7] Fonte: Andrea Meiani, Luigi Rizzi, David Sabatini, Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi, 2015

dell'emissione, scadenza, ammortamento, modalità di rimborso, garanzie e covenants.

Un attore fondamentale che subentra a questo punto e si affianca all'advisor, nel caso in cui non sia lo stesso soggetto, è l'*arranger*, figura tipicamente rappresentata da una banca, con le finalità di coordinare il processo di emissione del minibond e di relazionarsi con investitori e Borsa italiana per condurre al buon esito dell'operazione.

Seguita da *arranger* e *advisor*, la società deve definire il controvalore dell'ammontare emesso che deve corrispondere alla sua dimensione operativa e alla rischiosità ad essa associata.

Per quanto riguarda la durata del prestito questa deve essere coerente alle motivazioni dell'operazione ma in particolar modo al piano industriale dell'impresa, se esistente. Si consideri che gran parte delle emissioni fino ad ora avvenute ha scadenza superiore ai 3 anni, la media per le PMI è di 5,1 anni. Altri aspetti di fondamentale importanza da non tralasciare sono l'operatività e il matching tra la posizione debitoria e quella creditizia.

A tale proposito, il piano di ammortamento deve essere scelto con accuratezza definendo una modalità di rimborso che può essere di due tipi: *bullet*, quando interessi e capitale sono corrisposti in un'unica soluzione alla scadenza, o *amortising*, quando il pagamento degli interessi avviene a rate con la corresponsione di cedole a periodi prestabiliti e il capitale viene rimborsato o parzialmente insieme agli interessi o interamente alla scadenza.

La definizione delle eventuali garanzie e dei covenants è l'ultimo step per completare la strutturazione del prestito e rendere l'operazione presentabile sul mercato.

Dotare di garanzie l'emissione di minibond fornisce un elemento chiave verso il successo del collocamento, in quanto esse forniscono un doppio vantaggio alle imprese: in primis assicurare maggior protezione agli investitori rende più appetibile l'investimento, secondo la presenza di una garanzia su cui rivalersi, totale o parziale, può ridurre il costo del capitale.

Nel mondo dei minibond emessi da PMI le garanzie sono piuttosto rare in quanto possono risultare gravose e richiedenti competenze molto spesso non possedute, ma generalmente si tratta di ipoteche su beni, fideiussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino e sulle scorte[8].

Al contrario, i covenants sono molto frequenti e rappresentano dei vincoli, esplicitati nel Regolamento del prestito, per evitare comportamenti opportunistici e di conflitti di interesse da parte dell'impresa.

Più nello specifico, i covenants sono clausole che vanno a limitare la gestione aziendale sempre in ottica di contenimento del rischio di credito dando ai sottoscrittori, in caso di violazione, la possibilità di modificare le condizioni dell'emissione o di richiedere il rimborso anticipato.

Si possono suddividere i covenants in 4 categorie[9]:

- **covenants informativi**, dove l'emittente è obbligato a consegnare ai sottoscrittori informazioni aggiuntive sullo stato aziendale
- **covenants sui finanziamenti**, vincoli riguardanti la struttura finanziaria dell'azienda quindi ad esempio il rispetto di determinati ratio patrimoniali
- **covenants sui dividendi**, dove si limitano le distribuzioni dei flussi di cassa agli azionisti
- **covenants sugli investimenti e sulla produzione**, quindi vincoli sia sui nuovi asset derivanti dalle decisioni d'investimento sia sugli asset caratterizzanti la struttura di produzione già in essere

Conclusasi la definizione di ogni singola voce della strutturazione del prestito l'arranger e l'advisor redigono il regolamento e l'information memorandum per presentare la società emittente agli investitori istituzionali.

Nella terza e ultima fase, obbligatoria per l'emissione di minibond, l'advisor ricopre un ruolo essenziale, dovendo egli predisporre il contratto di sottoscrizione, nonchè deve definire gli accordi con una società di gestione accentrata degli

[8] Fonte: Politecnico di Milano, 4° Report italiano sui Mini-Bond, 2017
[9] Fonte: Luca Erzegovesi: I minibond e il finanziamento delle imprese, 2016

strumenti finanziari e con una banca agente a cui viene assegnato il compito di effettuare i pagamenti ai vari sottoscrittori del minibond.
È importante sottolineare che, nella dichiarazione dei redditi, la società emittente per beneficiare della deduzione di parte degli interessi corrisposti ai sottoscrittori deve alternativamente quotare i minibond in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, o rivolgere l'emissione ai soli investitori qualificati (a condizione che non detengano direttamente o indirettamente più del 2% del capitale).
Completato l'iter procedurale, il minibond viene collocato dall'arranger che cura la fase di placement effettuata direttamente dalla società emittente presso la propria sede legale o le sue dipendenze o fuori sede avvalendosi di intermediari finanziari come banche, Sim o Sgr.

1.3 IL MERCATO EXTRAMOT PRO E LA QUOTAZIONE DEI MINIBOND

L'11 febbraio 2013 Borsa Italiana ha avviato ExtraMot Pro nato dal segmento dell'MTF (Multilateral Trading Facility) ExtraMot, riservato esclusivamente ad investitori professionali e dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito come cambiali finanziarie, project bond e covered bond.
Lo scopo è quello di offrire alle aziende italiane, in particolare alle PMI non quotate, un mercato nazionale in cui poter cogliere le opportunità del nuovo quadro normativo, ovvero consentire un accesso flessibile ed efficiente ai mercati dei capitali.
Infatti, le caratteristiche principali di questo segmento, definite da Banca Italiana sono tre[10]:

1. *economicità*, processo di quotazione snello e rapido. I costi di quotazione sono contenuti per attrarre un maggior numero di società; i costi indiretti di quotazione sono bassi perché non è necessario un prospetto di quotazione; i requisiti informativi sono meno stringenti. Vi è l'assenza di listing sponsor obbligatorio e vige il regime di deducibilità degli interessi passivi;

[10] Fonte: Borsa Italiana, "ExtraMOT PRO, il mercato di riferimento dei minibond"

2. *flessibilità*, la società può decidere tra un prospetto di quotazione o un documento di quotazione, tra un bilancio secondo i principi contabili nazionali o internazionali; il rating pubblico è facoltativo; può accentrare i titoli presso Monte Titoli o Euroclear/clearstream; può comunicare al mercato in italiano o in inglese;
3. *visibilità*, ampio network di investitori professionali connessi e Mercati obbligazionari di Borsa Italiana riconosciuti a livello internazionale.

Una volta, dunque, che la società emittente ha terminato tutte le fasi del processo di emissione, può decidere o meno di quotare nel mercato ExtraMOT PRO il prestito obbligazionario. Non vi è alcun obbligo di quotazione, è una libera scelta. Per la quotazione dei minibond, in tale segmento, è richiesto alle società l'adempimento di alcuni requisiti necessari per poter procedere e terminare l'operazione con successo.

Bisogna suddividere però gli adempimenti che devono essere svolti prima della quotazione ai fini dell'ammissione, da quelli richiesti una volta ottenuta quest'ultima[11].

Nella prima categoria di adempimenti rientrano:

- la pubblicazione dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi due esercizi di cui l'ultimo sottoposto a revisione legale;
- la pubblicazione di un prospetto di quotazione o di un documento di ammissione contenente le informazioni minime[12] indicate nel Regolamento ExtraMOT;
- la richiesta di assegnazione del codice Isin a Banca d'Italia;
- l'adesione ad un sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari;

[11] Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO

[12] tali informazioni minime sono: persone responsabili, fattori di rischio, informazioni sull'emittente, struttura organizzativa, principali azionisti, informazioni finanziarie riguardanti attività e passività, situazione finanziaria e i profitti/perdite dell'emittente, informazioni riguardanti gli strumenti finanziari, ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione

- l'adesione a uno Sdir, a meno che non si decida di pubblicare l'informativa prevista dal Regolamento ExtraMOT sul proprio sito internet;
- la presentazione a Borsa Italiana della domanda di ammissione contenente una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei minibond, il prospetto o il documento di ammissione o l'indicazione di dove siano reperibili e le condizioni dell'emissione qualora non incluse in questi documenti.

  Borsa Italiana dopo 7 giorni dalla data di ricezione della domanda di ammissione pubblica l'avviso di ammissione alla negoziazione dei minibond nel mercato ExtraMOT PRO a cui dovrà seguire l'adempimento dei requisiti post quotazione quali:
- la pubblicazione del bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio o comunque non oltre sei mesi dalla conclusione dell'esercizio;
- la pubblicazione del rating ove esistente;
- l'informativa price sensitive[13];
- la pubblicazione delle informazioni concernenti le caratteristiche dell'emissione e informazioni tecniche riguardanti i minibond.

1.4 I COSTI DI UN'OPERAZIONE DI COLLOCAMENTO DI MINIBOND

I costi di un'operazione di emissione di minibond sono un aspetto di fondamentale importanza in sede di valutazione del metodo di finanziamento da utilizzare.

Bisogna sottolineare, infatti, che il costo di una emissione di minibond è mediamente superiore rispetto ad un finanziamento bancario di simili dimensioni. Proprio per questo motivo vi devono essere delle analisi accurate di costi-benefici che giustifichino l'optare per un minibond e di conseguenza per una maggior "spesa" a carico della società.

A determinare il livello del prezzo concorrono principalmente tre ordini di fattori:

1 i costi legati alla trasparenza che richiedono una serie di attività e di documenti necessari affinchè gli investitori siano in grado di valutare in

[13] Informazioni rilevanti per permettere agli investitori di pervenire ad un giudizio sull'investimento, modifica nei diritti dei portatori degli strumenti

maniera adeguata il rischio connesso all'investimento. Generalmente si tratta di spese una tantum che garantiscono però anche vantaggi futuri, in termini di immagine e affidabilità sul mercato;

2 i costi amministrativi e consulenziali con riferimento ad esempio ai compensi dell'advisor, dell'arranger o alle spese legali per la quotazione, comunque tutti quelli necessari per strutturare l'emissione e la quotazione sul mercato di Borsa qualora vi sia anche questa fase;

3 la remunerazione del rischio per l'investitore, il pagamento delle cedole, che deve sottoscrivere un titolo praticamente illiquido.

Per quanto riguarda i primi, i costi sono relativi a:

- certificazione del bilancio che, per una PMI, si aggira in termini annui tra i 5.000€ e i 15.000€ in relazione al fatturato;
- accentramento dei titoli presso un ente autorizzato come Monte Titoli, la cui operazione comporta un importo iniziale intorno ai 2.000€ e un costo a regime annuale di circa 1.500€, ridotto a 750€ per i minibond quotati su ExtraMot Pro. Si aggiunge poi un corrispettivo una tantum per ogni strumento finanziario ammesso al sistema con modalità regressiva all'aumentare del numero delle emissioni effettuate nell'anno solare che va da 450€ – per le prime 5 emissioni – a 5€ – dalle 101esima emissione –
- eventuali atti notarili, come la modifica dello Statuto per le S.r.l. qualora non sia prevista la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito, e registrazioni di contratti;
- gestione del sito Internet con una eventuale sezione "Investor relations" e in generale dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico.

La seconda categoria di costi è più corposa in quanto molti sono coloro che prendono parte e affiancano l'impresa durante il processo di emissione e molti sono i requisiti e gli adempimenti richiesti per avere successo nell'operazione. Le voci di costo possono essere così suddivise:

- fra l'1% e il 2,5% del capitale collocato per la consulenza di un advisor finanziario;

- fra lo 0,5% e l'1,5% del capitale collocato per l'affiancamento di un eventuale arranger, qualora non sia lo stesso advisor, per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno il minibond;
- richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia, in caso di dematerializzazione dei titoli;
- circa fra i 15.000€ e i 25.000€, su importi di emissioni medi bassi, per il coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti;
- ottenimento di un codice BIC non trasmissivo a Swift;
- fra 15.000€ e i 20.000€ per una PMI (intorno ai 40.000€ per una società di maggiori dimensioni) per il primo anno di emissione di un eventuale rating; il costo negli anni successivi si riduce di circa il 40%;
- eventuale quotazione su un listino borsistico. Per quanto riguarda l'ExtraMOT PRO in caso di collocamento tradizionale la fee è pari a 2500€ una tantum per ciascun strumento finanziario indipendentemente dalla durata. Se il titolo è già quotato su un altro mercato allora si abbassa a 500.

L'ultima voce di costo fa riferimento alla remunerazione degli investitori ed è una variabile influenzata da molti fattori come la presenza di un rating, di garanzie, scadenza del titolo, rischio di insolvenza, etc.

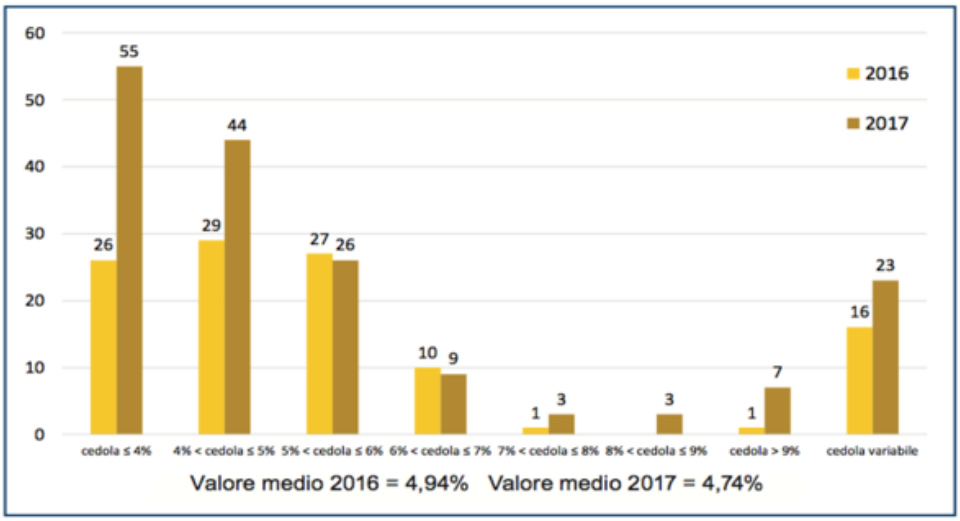
Il rendimento di un minibond è generalmente superiore a quello di una obbligazione di una large corporate principalmente per due motivazioni: primo, la mancanza di un mercato secondario liquido limita le possibilità di disinvestire prima della scadenza e secondo, le ridotte dimensioni delle PMI aumentano il rischio dell'investimento.

La cedola è la fonte di guadagno degli investitori e può essere fissa e costante per tutta la durata del prestito oppure variabile e indicizzata a qualche parametro di mercato osservabile. La maggior parte delle emissioni paga una cedola costante, rari sono i casi in cui è variabile.

Tra il 2016 e il 2017 il tasso d'interesse cedolare medio, considerando cedole fisse e variabili come un unico insieme, è rimasto al di sotto del 5% mostrando

invece un decremento del costo del capitale da 4,94% del 2016 a 4,74% del 2017[14].

Grafico 1.2: la cedola dei minibond, confronto fra 2016 e 2017



Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond

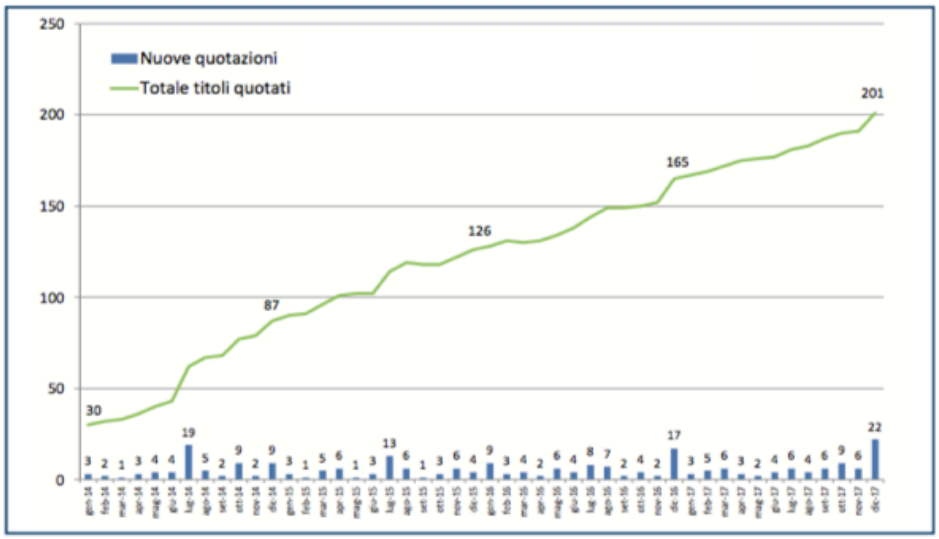
1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI DI UNA EMISSIONE DI MINIBOND

Il ricorso ai minibond come sistema di finanziamento sta diventando una pratica sempre più diffusa nel mercato italiano, ciò avvalorato dal fatto che il numero di imprese che si avvicinano a questo nuovo strumento di raccolta di capitale è in costante crescita e i titoli emessi sul mercato sono in continuo aumento, basti osservare l'andamento delle quotazioni sul mercato l'ExtraMot Pro (grafico 1.3). Alla base del successo e dello sviluppo dei minibond vi sono numerosi fattori che saranno argomento principale di questa parte di capitolo.

Innanzitutto, come già visto, l'utilizzo di questo strumento è stato promosso ed incentivato con forza dal governo italiano per rilanciare l'economia delle piccole medie imprese in forte difficoltà nel trovare finanziamenti.

[14] Fonte: Politecnico di Milano, 4° Report italiano sui Mini-Bond, 2017

Grafico 1.3: Flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati su ExtraMOT Pro 2014-2017



Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond

Il sistema finanziario italiano presenta infatti, tra varie criticità, quella della dipendenza delle imprese dal canale bancario, con la conseguente implicazione di rischi rilevanti[15]:

- difficoltà di copertura del fabbisogno finanziario in periodi di razionamento dei prestiti, come successo con il *credit crunch*. La forte dipendenza bancaria espone l'impresa a incerte dinamiche del credito anche in assenza di un incremento dei rischi aziendali;
- possibilità di cadere in meccanismi pro-ciclici, quindi in fasi negative del ciclo sempre più imprese incontrano difficoltà nel rimborso dei prestiti con ripercussioni negative sui bilanci delle banche. Queste di conseguenza applicano politiche di offerta più prudenti, avviando così un circolo vizioso;
- minor competitività in campo europeo visto che i tassi d'interesse sui prestiti bancari risultano negli ultimi anni più alti in Italia rispetto agli altri paesi della Comunità.

I minibond e gli strumenti similari hanno il pregio, dunque, di rappresentare non tanto un'alternativa al prestito bancario ma, piuttosto, una forma complementare

[15] Fonte: Nicola Lucido e Francesco Renne, Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative, 2017

di raccolta integrativa ai tradizionali canali, in grado di fornire le risorse necessarie a sostenere i progetti di sviluppo delle PMI.

Possono consentire un sostanziale miglioramento nella gestione finanziaria delle imprese legato ad una più elevata diversificazione del debito e ad una attenuazione dei rischi sopracitati.

Non solo, altro elemento da considerare quando si parla di minibond è l'instaurazione di un rapporto indiretto con gli investitori al contrario di quanto accade in un prestito bancario dove vi è un rapporto diretto con la banca stessa. L'impresa deve convincere della propria qualità più soggetti, spesso lontani dalla realtà aziendale e settoriale, attraverso sia uno sforzo in termini di trasparenza e comunicazione sia alla predisposizione di un valido piano di crescita da finanziare[16].

Quest'ultimo deve essere ben strutturato in quanto costituisce, per la ragione della richiesta del capitale e per l'investitore una delle motivazioni principali per la concessione del finanziamento. Il progetto viene sempre accompagnato da un business plan al fine di evidenziare la capacità di generare flussi di cassa, fondamentali per la continuità aziendale e per il rimborso del capitale e degli interessi.

La necessità di aumentare la trasparenza, non solo sui bilanci ma in particolar modo anche sui progetti che si intendono finanziare e sugli obiettivi da raggiungere, rappresenta sicuramente un punto critico per le PMI italiane, ma di essenziale rilevanza in quanto più informazioni sono disponibili agli investitori, maggiori sono le possibilità di ottenere dei finanziamenti, sempre che alle spalle vi sia un valido progetto di sviluppo.

Inoltre, essendo uno strumento obbligatoriamente a medio-lungo termine permette un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento con la conseguente possibilità di incrementare il matching tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo. Questo porta ad un

[16] Andrea Meiani, Luigi Rizzi, David Sabatini, Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi, 2015

miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento e la liquidità degli investimenti ed in fine ad un effetto positivo sulla valutazione del merito creditizio.

Come già visto nel paragrafo precedente, i costi rappresentano un aspetto chiave nella valutazione della fattibilità e della gestione dell'operazione. Rispetto ad un prestito bancario l'impegno finanziario di una società è maggiore in una emissione di minibond sia poiché solitamente l'impresa non dispone delle competenze in materia legale e finanziaria per affrontare da sola la valutazione preliminare e i successivi adempimenti richiesti, sia perché vi sono degli ulteriori costi presenti esclusivamente nei procedimenti di messa in circolazione di obbligazioni.

Un aspetto molto importante da tenere in considerazione nella valutazione di una tale operazione è la possibilità da parte delle imprese di usufruire, grazie ai recenti interventi legislativi, di vantaggi di natura fiscale. Di questi ultimi però ne possono beneficiare solamente le imprese le cui obbligazioni siano negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o in alternativa ancora quando siano rivolte solo ad investitori qualificati. In suddetti casi allora vi è la possibilità di dedurre dal reddito di impresa gli interessi passivi sui prestiti, in quanto risulta ora applicabile l'art. 96 del TUIR che prevede un limite annuo di deducibilità degli interessi passivi del 30% del Reddito Operativo Lordo dell'emittente, dopo la compensazione con eventuali interessi attivi e proventi assimilati[17]. Inoltre, anche i costi d'emissione sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenuti indipendentemente dal criterio di iscrizione in bilancio.

Un ulteriore vantaggio per le PMI è fornito dalla non obbligatorietà di costituire garanzie a supporto del prestito e, in caso serva una forma di tutela per gli investitori è possibile prevedere l'attivazione di garanzie esterne all'impresa rilasciate da soggetti privati, come SACE, o dal sistema, Fondo Centrale di Garanzia.

[17] Consorzio camerale per il credito e la finanza, I mini-bond: istruzioni per l'uso, 2014

A fronte di questa significativa agevolazione per le società, nei contratti di emissione di minibond, per ridurre i rischi a cui incorrono gli investitori, è molto frequente la presenza dei covenants ovvero delle soglie che vincolano la gestione aziendale. Questi possono essere considerati al contempo: dei vantaggi perché ad esempio limitano i conflitti tra manager aziendale e obbligazionista e riducono il costo del debito dal momento che manager e azionisti hanno meno possibilità di intraprendere azioni dannose nei confronti degli investitori; svantaggi in quanto condizionano la flessibilità delle politiche aziendali.

Alla luce delle considerazioni sviluppate fino ad ora, appare chiaro come l'emissione di un minibond richieda un cambiamento radicale per le emittenti, non solo in ambiti di trasparenza, comunicazione e economici-finanziari, ma anche a livello di governance.

Con l'apertura al mercato dei capitali, le imprese devono compiere un salto di qualità in termini di rapporto impresa-mercato. Ciò è possibile attraverso il passaggio da un modello tradizionale, principalmente in Italia quello a conduzione familiare, ad un modello più evoluto e aperto alla partecipazione di nuovi soggetti come sottoscrittori di capitale di debito.

Nel contesto italiano, un tale cambiamento di apertura a giudizi e valutazioni esterne, non è di semplice realizzo in quanto le PMI, abituate a standard di proprietà chiusa e autoreferenziale, dovrebbero rinunciare a benefici quali ad esempio la bassa trasparenza, la limitata informazione e la discrezionalità decisionale.

Figura 1.2: vantaggi e svantaggi di una emissione di minibond

EMISSIONE DI MINIBOND: VANTAGGI E SVANTAGGI PER L'IMPRESA

VANTAGGI

- canale alternativo a quello bancario e permette di diversificare il debito
- migliora il matching tra la scadenza dell'attivo e la durata del passivo
- allunga la durata media delle fonti di finanziamento
- possibile miglioramento del merito creditizio
- permette di farsi conoscere sul mercato dei capitali aumentando la visibilità dell'impresa
- possibilità di deduzione degli interessi passivi con limite annuo del 30% del Reddito Operativo Lordo
- deducibilità dei costi d'emissione
- non obbligatorietà di costituire delle garanzie
- flessibilità nel determinare le caratteristiche del prezzo

- necessità di un cambiamento radicale a livello di governance societaria
- inserimento all'interno del contratto di emissione dei covenant

SVANTAGGI

- aumento degli obblighi di comunicazione e trasparenza
- esposizione e giudizi e a valutazioni esterne
- operazione di emissione complessa ed articolata
- costi superiori rispetto da un prestito bancario
- necessità di farsi affiancare da figure professionali esterne all'impresa
- tempi di attivazione del finanziamento

Fonte: elaborazione personale

CAPITOLO 2

GPI GROUP E IL RICORSO AI MINIBOND

2.1 STORIA ED EVOLUZIONE DI GPI GROUP

Fondata nel 1988 da Fausto Manzana, attualmente Presidente del Gruppo e CEO, GPI GROUP operante nel mercato dell'information & communication technology (ICT), è una società leader nell'informatica socio-sanitaria e nei servizi hi-tech per la salute con sede a Trento.

Tabella 2.1: Società del Gruppo (aggiornato 03/10/2018) e relativi presidi delle aree di business

GPI GROUP			
GPI SPA (capofila)	INFO LINE Srl	EDP SISTEMI Srl	PAROS Srl
ARGENTEA Srl	INSIEL MERCATO Spa	ERRE EFFE INFORMATICA Srl	PCS Gmbh
ARGENTEA SP Z.O.O.	LOMBARDIA CONTACT Srl	GBIM Srl	RIEDL Gmbh
BIM ITALIA Srl	NEOCARE Srl	GROOWE TECH Srl	SALURIS SP. Z.O.O.
CENTO ORIZZONTI Scarl	NETMEDICA Srl	HEMASOFT SL	SINTAC Srl
DO.MI.NO Srl	NUOVA SIGMA Srl	HEMASOFT AMERICA	XIDERA Srl
PRESIDIO DELLE AREE DI BUSINESS			
SISTEMI INFORMATIVI	• GPI • BIM Italia • EDP sistemi • GBIM • Groowe Tech • Hemasoft • Hemasoft America • Info Line • Insiel Mercato • Neocare • Net Medica • Nuova Sigma • PCS • Saluris • Xidera		
SERVIZI PROFESSIONALI	• GPI		
SERVIZI PER LA SANITÀ	**Amministrativi** • GPI • Cento Orizzonti • DO.MI.NO • Lombardia Contact **Socio – assistenziali** • GPI • Sintac		
LOGISTICA E AUTOMAZIONE	• GPI • RIEDL		
MONETICA	• Argentea		

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

GPI nasce con l'intento di rispondere alle necessità di prima informatizzazione delle strutture sanitarie. Agli inizi degli anni 90, nei suoi primi anni di vita, si propone come partner tecnologico di istituzioni pubbliche, enti e imprenditori privati che scelgono di affrontare la riorganizzazione aziendale attraverso soluzioni informatiche innovative.

Col passare del tempo GPI, grazie alle competenze distintive in ambito ICT e focalizzandosi sempre più sul settore sanitario, ha avuto l'opportunità di crescere in settori legati al core business dell'impresa facendo leva soprattutto su un intenso sviluppo per linee esterne che ha portato ad acquisizioni di aziende, rami

d'azienda e partecipazioni societarie. Tutto ciò sempre finalizzato allo sviluppo di una offerta tecnologica all'avanguardia in grado di cogliere i bisogni di trasformazioni e le esigenze innovative richieste dal mondo della sanità e del sociale.

I servizi offerti dal Gruppo sono rivolti sia al settore privato sia al pubblico e possono essere suddivisi principalmente in 6 macroclassi[18]:

1. progettazione e realizzazione di sistemi informativi;
2. fornitura di servizi amministrativi per il settore sanitario;
3. fornitura di servizi sanitari socio-assistenziali;
4. progettazione e realizzazione di soluzioni tecnologiche integrate per la logistica ed automazione;
5. servizi professionali di information technology;
6. progettazione e realizzazione di sistemi per la gestione dei pagamenti elettronici.

A livello operativo tutti i servizi e prodotti offerti da GPI GROUP sono suddivisi in 6 ASA, aree strategiche d'affari, ognuna delle quali è presidiata da una o più società controllata. Queste aree riprendono la suddivisione sovrastante e sono[19]:

- *Sistemi Informativi,* ovvero le soluzioni software e i servizi annessi (manutenzione correttiva, adattiva, conservativa ed evolutiva) finalizzati alla gestione dei processi amministrativo contabili e dei processi di cura socio-sanitari;
- *Servizi Sanitari Amministrativi*, include i servizi ausiliari di carattere amministrativo e quelli di business process outsourcing (BPO) come prenotazione di prestazioni sanitarie, servizi di segreteria, servizi di sportello, intermediazione culturale con cittadini stranieri e ulteriori servizi di outsourcing;

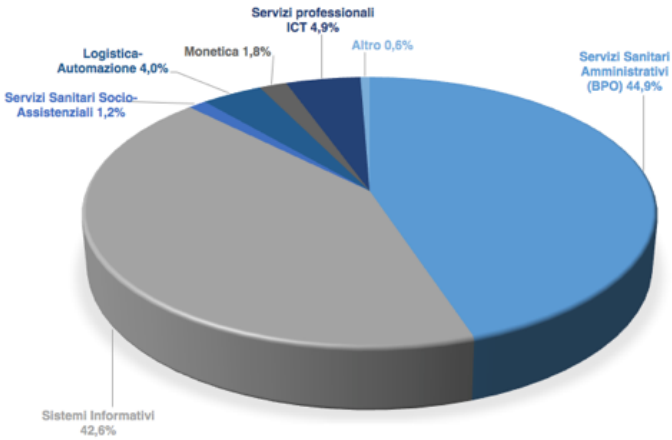
[18] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia, 2016

[19] Fonte: GPI Group, relazione finanziaria annuale, 2017

- *Servizi Sanitari Socio-Assistenziali*, ovvero i servizi erogati dalle strutture poliambulatoriali, servizi di telemedicina e di telemonitoraggio nonché la protesica 3D;
- *Logistica e Automazione*, cioè tutte le tecnologie integrate, hardware e software, per la gestione della supply chain del farmaco;
- *Servizi professionali IT*, una voce che comprende un insieme diversificato di prodotti e servizi quali servizi di desktop management ovvero fornitura di servizi in outsourcing di assistenza, manutenzione e supporto alle componenti hardware e software dei sistemi informativi e sistemi di c.d. business intelligence ossia analisi dei dati aziendali per ricavare informazioni con lo scopo di focalizzare gli obiettivi e valutare meglio i risultati;
- *Monetica*, quindi servizi per la gestione dei pagamenti elettronici a favore di istituti bancari, grande distribuzione organizzata, retail market e pubblica amministrazione.

Le attività principali di GPI GROUP, ovvero quelle che incidono di più a livello di rendimento, possono però essere ricondotte a due servizi specifici quali sistemi informativi e quelli di business process outsourcing, con uno share rispettivamente pari a 43% e 45% dei ricavi.

Grafico 2.1: aree strategiche d'affari: incidenza sui ricavi



Fonte: riprodotto dal bilancio consolidato GPI Group 2017

Per fornire una più chiara panoramica dell'operatività di GPI Group si è ritenuto opportuno garantire una visione di ogni specifica ASA.

Per quanto riguarda l'area dei sistemi informativi, le c.d. IT SOLUTIONS, questa rappresenta il propulsore tecnologico del Gruppo e si sviluppa su linee di prodotti e servizi che comprendono: sistema informativo amministrativo, sistema informativo

ospedaliero, sistema informativo sanitario territoriale, sistema informativo socio-assistenziale, sistema certificato del dipartimento di prevenzione e la progettazione e realizzazione di siti e portali internet/intranet.

Da questa varietà di attività, il modello di business prevede diverse fonti di ricavo[20]: vendita di licenze d'uso di software di prodotti del Gruppo, contratti per servizi help-desk, per la predisposizione di flussi informativi per la clientela, per la manutenzione correttiva, adeguativa e evolutiva, per il noleggio di soluzioni software, progetti di ricerca finanziati a livello locale, nazionale ed europeo e infine rivendita di licenze software di terze parti.

L'ASA dei Servizi Sanitari Amministrativi, i cui servizi sono sopra elencati, garantisce entrate attraverso i canoni periodici per contratti di servizio, delle integrazioni e/o conguagli ai contratti di servizi basati sulle performance e sulla consuntivazione periodica delle prestazioni erogate con tariffa contrattualizzata.

I Servizi Sanitari Socio-Assistenziali incardinano le fonti di ricavi sulle prestazioni erogate a privati, con pagamento in proprio o effettuato per tramite di assicurazioni e/o mutue convenzioni di categoria e con i canoni di servizio per prestazioni di telecare e telemedicina a enti pubblici e privati.

Tutto ciò grazie al lavoro delle strutture poliambulatoriali presenti a Trento - Rovereto e attraverso le attività di telemonitoraggio domiciliare, telesalute, teleconforto e in genere tutte quelle di telemedicina.

L'area di business Logistica e Automazione è articolata sostanzialmente in due sistemi d'automazione principali: quello "Buster", rivolto alle strutture sanitarie per la gestione informatizzata delle terapie al fine di garantire la piena tracciabilità di tutte le operazioni di prescrizione e somministrazione dei farmaci e quello "Riedl Phasys" per le farmacie territoriali.

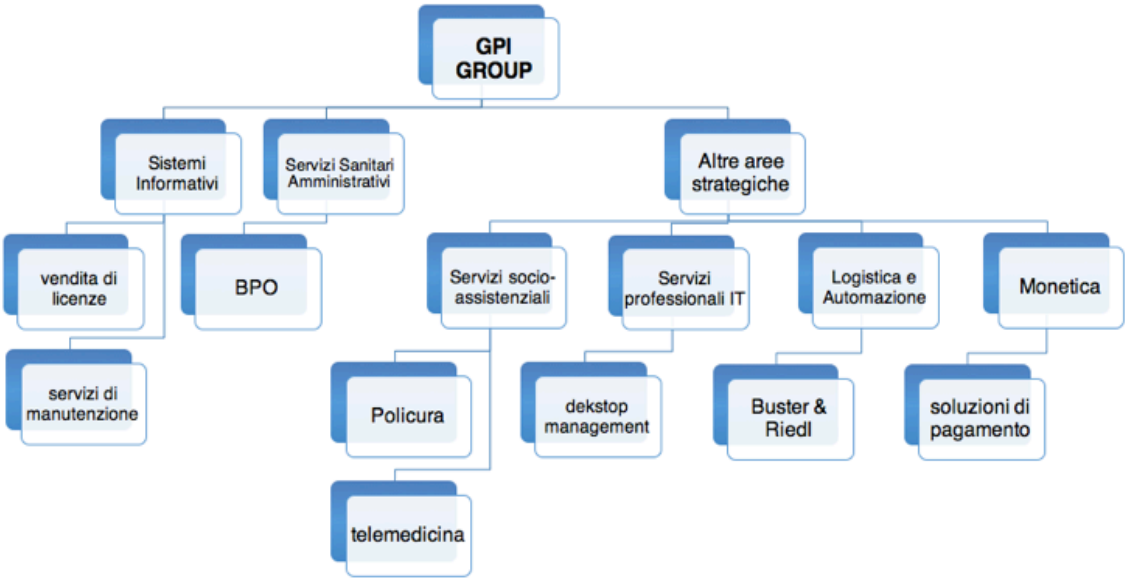
I Servizi Professionali IT che includono principalmente servizi di desktop management e sistemi di business intelligence apportano il loro contributo ai ricavi aziendali attraverso: i canoni ricorrenti per tali servizi e di hosting di

[20] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia, 2016

soluzioni applicative del Gruppo, integrazioni dei canoni per estensioni di servizio richieste dal cliente e servizi di installazione e manutenzione on-site di software e hardware.

L'ultima area d'affare strategica, quella Monetica, è presidiata da Argentea S.r.l. e garantisce delle entrate grazie alla vendita di licenze software, ai pagamenti per transazione, ai contratti di manutenzione evolutiva.

Figura 2.1: Struttura operativa di GPI GROUP



Fonte: elaborazione personale da informazioni presenti sui bilanci aziendali

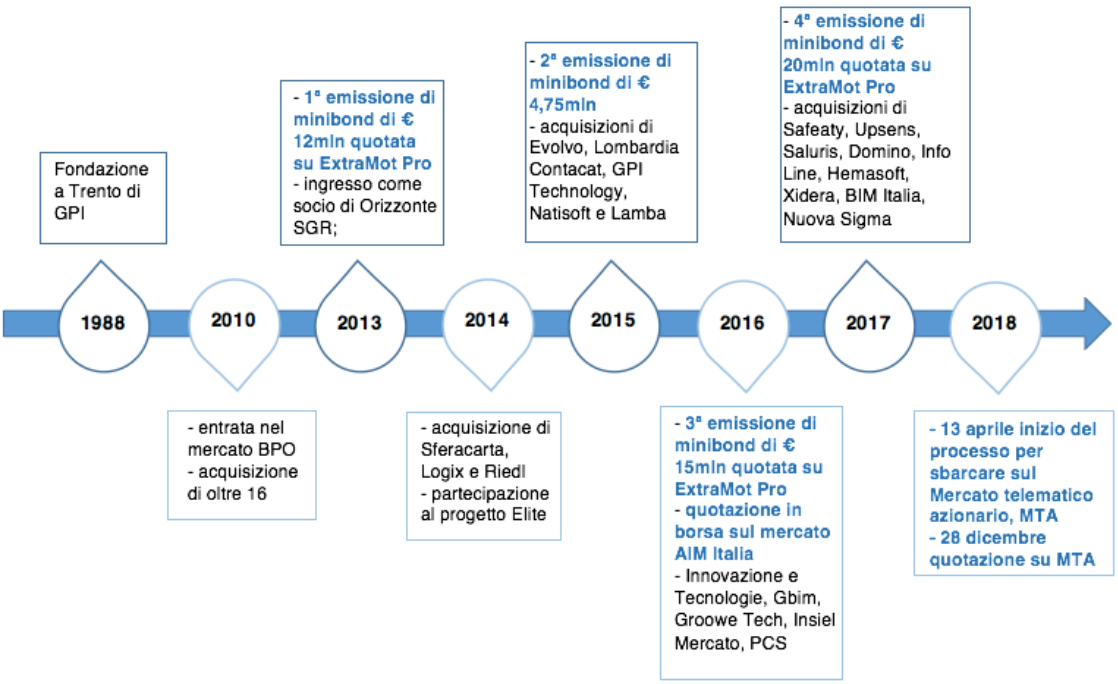
GPI Group è un'impresa con una struttura operativa molto articolata che si sta sviluppando ed espandendo sempre più con il trascorrere del tempo.

Il percorso evolutivo di questa società può essere scandito in quattro differenti macrofasi:

1. dal 1988, anno della fondazione, la compagnia ha intrapreso un percorso di crescita interna rafforzato, al contempo, da una costante integrazione di soggetti esterni nel suo perimetro. Acquisendo più di 16 imprese sino al 2010, si può dire che le azioni di M&A (Mergers and acquisitions) sono da sempre un caposaldo dell'operatività di GPI group;

2. dopo aver completato l'acquisizione di Argentea, Sysline, Selfin e altre piccole realtà, la storia di GPI prende una nuova direzione e nuove spinte grazie all'entrata, verso fine 2013, nella struttura di shareholding di Orizzonte SGR. Quest'ultima fornisce un notevole supporto per il percorso di crescita sia in ambito nazionale che internazionale garantendo da una parte solidità finanziaria e dall'altra un approccio attivo, ma non invasivo, di affiancamento costante al management nella gestione aziendale. A tal fine vengono messe a disposizione conoscenze imprenditoriali e manageriali per lo sviluppo di strategie finanziarie, gestionali e di riassetto. Orizzonte SGR, inoltre, è il promo fondo di *private equity* italiano ad avvalersi del nuovo strumento di finanziamento innovativo per le aziende ovvero il minibond. Bisogna inoltre sottolineare il grande passo fatto all'interno del mercato dei capitali con l'emissione nel 2013 del primo minibond quotato nel segmento ExtraMot Pro.
3. la terza fase di GPI comincia nel 2016 più precisamente il 29 dicembre 2016 con la quotazione presso il segmento AIM Italia, mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI, aprendo ad un prezzo di 10,3€ per azione. GPI è riuscito così a raccogliere nuovo capitale per 51mln favorendo nuove operazioni di M&A e incrementando ancor di più l'offerta e la posizione di mercato aziendale. Da non dimenticare anche le nuove emissioni di minibond nel 2016 e nel 2017 rispettivamente la terza e la quarta del Gruppo, entrambe quotate su ExtraMot Pro;
4. l'ultima fase riguarda il passaggio societario, avvenuto il 28 dicembre 2018, al segmento di Borsa Italiana Mercato Telematico Azionario, S. Questo mercato si rivolge principalmente alle imprese di media e grande capitalizzazione, e rappresenta un obiettivo significativo per GPI GROUP che può attraverso questo canale aumentare ulteriormente la propria crescita. Tale evoluzione sociale garantisce secondo le parole del presidente Fausto Manzana più visibilità al marchio e maggiori possibilità di crescita.

Figura 2.2: storia di GPI Group, principali operazioni



Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti sui bilanci aziendali

L'insieme di tutte queste operazioni realizzate con successo ha portato GPI Group a diventare un operatore di riferimento in Italia nel settore software e servizi per la sanità e welfare.

L'impresa è riuscita e sta riuscendo a cogliere al meglio le opportunità presenti in tale mercato che per di più è stimato crescere in modo stabile e moderato nei prossimi anni. Il segmento dell'Health ICT e del digital-health sono temi al centro di tutte le agende di lavoro sia in Italia che nel contesto mondiale e rappresentano dei settori in constante sviluppo, in controtendenza con numerosi altri segmenti affini.

In generale, il sistema sanitario italiano nei prossimi anni sarà interessato da processi di cambiamenti dove la tecnologia ne rappresenterà sia il fattore abilitante sia il mezzo per il raggiungimento degli obiettivi di maggior efficienza.

GPI Group ritiene, infatti, che, all'interno del mix della spesa sanitaria Italiana, il peso della tecnologia sarà sempre più rilevante in considerazione del probabile percorso futuro del sistema sanitario caratterizzato da[21]: superamento del localismo e il ricorso ad una maggiore standardizzazione di procedure e logiche gestionali a livello interregionale, diversa distribuzione delle strutture di servizio sul territorio, un differente approccio alla gestione delle cronicità con un maggior ricorso a strumenti di telemedicina, un aumento del ruolo dei privati nella gestione delle aree di erogazione del servizi, nuovi modelli economici di accesso al sistema sanitario per singoli e famiglie e una maggiore necessità di efficienza per utilizzare al meglio le risorse disponibili conseguita attraverso miglioramento dei sistemi organizzativi e l'impiego di nuove tecnologie.

Tali trend dovrebbero portare ad un aumento del valore degli ordini e dei servizi che saranno presumibilmente erogati da sempre meno operatori ma di maggiori dimensioni per soddisfare un'ampia richiesta. GPI Group vuole quindi rimanere un punto di riferimento all'interno del proprio settore consolidando ancor di più la propria posizione e lo vuole fare perseguendo chiare e precise strategie[22]:

- – *strategia commerciale* – consolidamento del mercato domestico con iniziative *up* e *cross selling*[23] ampliando così l'offerta e ricorrendo meno a subappalti o raggruppamenti temporanei di impresa;
- – *strategia di costo e organizzazione* – valorizzazione delle risorse umane e costruzione di un percorso di consolidamento delle competenze che conduca anche ad una riduzione delle collaborazioni esterne;

[21] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia, 2016

[22] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia, 2016

[23] strategie commerciali, up-selling è una tecnica di vendita che mira ad offrire al consumatore qualcosa di maggior valore rispetto alla sua scelta di acquisto iniziale mentre il cross-selling consiste nell'aumentare il valore dell'offerta rendendola più completa con l'aggiunta di prodotti e servizi di categoria diversa rispetto all'acquisto

- internazionalizzazione nei mercati di appartenenza, in particolare nelle aree dei servizi informativi e nella logistica del farmaco, con operatori locali e diversificazione dell'offerta in base ai bisogni esteri;
- proseguimento dello sviluppo per linee esterne e quindi fusioni ed acquisizioni di imprese operanti nello stesso settore.

Inoltre, è fondamentale sottolineare come la solidità aziendale in questi anni sia frutto di specifici fattori chiave così sintetizzabili:

- elevata fidelizzazione dei clienti soprattutto nelle due ASA predominanti l'attività del Gruppo, grazie ad una offerta altamente personalizzabile;
- visibilità e prevedibilità dei risultati grazie alla grande presenza di contratti con durata pluriennale;
- ampi margini di crescita e di sviluppo del settore e del mercato di appartenenza grazie in parte agli investimenti in ricerca e sviluppo;
- aver portato a termine molte operazioni di acquisizione con successo
- positivo track record di aggiudicazione delle gare di appalto.

Per concludere questa panoramica aziendale si riporta parte di un'intervista di Fausto Manzana, presidente e amministratore delegato di GPI, dove si fa riferimento agli obiettivi del processo di crescita: *"… per quanto riguarda il mercato domestico l'idea è di consolidare. I nostri clienti sono tra i soggetti giuridici più importanti per ogni singola provincia e ogni singola realtà regionale, per cui il nostro obiettivo è quello di crescere e accompagnarli nel loro percorso di crescita. Per quanto riguarda invece l'internazionale è prendere qualche nostra eccellenza e avere dei pensieri globali, di avere delle soluzioni da poter proporre nel mondo della sanità*" (Fausto Manzana, 2017).

2.2 IL RICORSO AI MINIBOND

Dopo aver presentato la realtà aziendale di GPI Group, ai fini della tesi ci si concentrerà esclusivamente sulle operazioni di collocamento dei minibond realizzate dall'azienda.

Come delineato nello scorso paragrafo GPI si affaccia sul mondo della raccolta nel mercato dei capitali nel 2013 con la prima emissione di minibond. Il successo ottenuto con la realizzazione di questa operazione ha portato l'azienda a ricorrere al mercato obbligazionario altre tre volte, nel 2015, nel 2016 e nel 2017.

I minibond hanno segnato per GPI Group l'inizio di un percorso di crescita e di evoluzione significativo, un percorso che probabilmente non sarebbe stato intrapreso se l'azienda non si fosse ritrovata in una situazione complicata come quella che attanagliava l'economia italiana dopo la famosa crisi del 2008.

Questa nuova fonte di finanziamento alternativa al canale bancario ha fornito all'azienda l'opportunità di raccogliere nuovo capitale in un momento in cui le banche a causa della crisi avevano praticamente smesso di concedere prestiti se non a condizioni estremamente svantaggiose.

L'apertura di GPI Group al mercato dei capitali deriva essenzialmente da 3 motivazioni:

1. **necessità di nuove fonti di finanziamento**, come già visto in precedenza l'impresa si è trovata a dover affrontare una situazione in cui le banche avevano chiuso il rubinetto dei prestiti e proprio a causa di questo minor supporto da parte del canale bancario è stato necessario ricercare nuove fonti di finanziamento che potessero permettere all'azienda di continuare il suo operato;
2. **sviluppo aziendale per linee esterne ed interne**, come si spiegherà più dettagliatamente nei paragrafi successivi, i minibond hanno rappresentato per GPI Group un passaggio fondamentale nello sviluppo aziendale sia dal punto di vista dimensionale sia da quello delle attività svolte. I capitali raccolti attraverso l'emissione di obbligazioni hanno fornito all'azienda la giusta spinta nell'intraprendere percorsi evolutivi precedentemente al di fuori delle prospettive societarie. Un chiaro esempio è l'adesione al "*progetto ELITE, promosso da Borsa Italiana, che permette alle PMI di avvicinarsi al mercato dei capitali con gradualità, di preparare le basi tecniche necessarie al dialogo con gli investitori e di ottenere, anche prima della quotazione, una visibilità*

verso gli investitori prima preclusa" (Anna Lambiase, 2015, p. 11-12)[24]. Inoltre tale fonte di finanziamento ha consentito a GPI Group di realizzare con successo numerose operazioni di M&A, la strategia principale utilizzata dal Gruppo sia per ampliare e consolidare la propria posizione da leader di settore in territorio nazionale sia per estendere la propria attività a livello internazionale;

3. **diversificazione delle passività**, dai bilanci di GPI Group emerge che fino al 2012, dipendeva quasi integralmente dal canale bancario. Questo fattore in situazioni di forte crisi specialmente del settore bancario rappresenta un elemento di fragilità strutturale aziendale estremamente rilevante. La diversificazione del debito, ovvero dai prestiti bancari, è diventata di conseguenza una necessità sociale per poter continuare ad operare e proseguire le strategie di crescita e di sviluppo. Si vedrà infatti, che proprio grazie ai minibond GPI Group è riuscita a migliorare notevolmente la stabilità finanziaria riequilibrando le componenti del passivo.

Nei prossimi paragrafi, quindi, ci si concentrerà sull'evidenziare, attraverso situazioni concrete di GPI Group, proprio come l'azienda abbia utilizzato i fondi raccolti dai minibond cominciando innanzitutto da quella che è stata la motivazione principale, ovvero le operazioni di M&A, per arrivare a definire due casi differenti in cui le obbligazioni hanno contribuito da un lato a riequilibrare le poste del passivo e dall'altro a coprire il fabbisogno derivante dalle numerose operazioni di acquisizione.

2.2.1. PANORAMICA SULLE OPERAZIONI DI M&A

Sia la crescita che il consolidamento della posizione leader di settore in Italia di GPI GROUP sono frutto in particolar modo da un fattore chiave dell'operatività aziendale, ovvero le operazioni di M&A.

[24] Fonte: Anna Lambiase, La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, 2015

Le operazioni effettuate dalla società come le emissioni di minibond la quotazione su AIM Italia e il recente passaggio sul segmento MTA di Borsa Italiana sono sempre finalizzate alla raccolta di capitale per poter finanziare le varie acquisizioni o fusioni che negli anni hanno garantito all'impresa una notevole espansione del perimetro sociale non solo nel territorio italiano ma anche all'estero. Oltre al fattore dimensionale, le operazioni di M&A, erano e sono tutt'oggi, rivolte ad ampliare, ma soprattutto a sviluppare, le aree d'attività aziendali.

Infatti, dalle parole di Fausto Manzana in una intervista effettuata da AIM Italia "abbiamo scelto di crescere attraverso l'acquisizione di realtà locali che operano su diversi territori" (Fausto Manzana, 2018) si riesce a cogliere tutta l'importanza delle operazioni di M&A nel processo di sviluppo aziendale.

In questo paragrafo dunque, si cercherà di approfondire lo sviluppo aziendale dal punto vista delle acquisizioni e fusioni effettuate annualmente. Verranno quindi presentante le principali operazioni dal 2013 al 2017, ovvero quelle che hanno maggiormente contribuito all'evoluzione e all'estensione del perimetro sociale.

Premettendo che GPI Group già nel primo decennio degli anni 2000 aveva portato a termine alcune operazioni M&A strategiche per il proprio business, il quinquennio preso in analisi è però da considerare il momento di crescita di più alta intensità dove l'operatività aziendale ha raggiunto i massimi livelli.

Cominciando dal 2013, GPI Group ha completato il percorso di riassetto societario iniziato nel 2012 con l'obiettivo di semplificare l'organigramma di gruppo per focalizzare le risorse sul "core business", per snellire ogni possibile ridondanza sotto l'aspetto di strutture amministrative e legali e per rafforzare il ruolo e l'immagine del marchio "GPI"[25].

In questo anno per l'appunto perfeziona gli acquisti di 4 società, in particolare: acquisisce il 100% di S.O.IV.E. S.r.l., una società di progettazione e realizzazione di sistemi informativi per la sanità; e si appropria del restante 10% del capitale sociale detenuto da FM in Selfin S.r.l., HIT S.r.l. e Sysline S.p.a..

[25] Fonte: GPI Group, bilancio consolidato al 31.12.2013

Sempre nel medesimo anno però tramite la controllata Global Care Solutions S.r.l., costituita a febbraio con una sottoscrizione del 51% del capitale sociale, il gruppo si impossessa del 23% del capitale sociale di Sintac S.r.l., una società sempre di utilità strategica per GPI in quanto specializzata nelle nuove tecnologie al servizio della chirurgia moderna.

Inoltre, il gruppo per portare avanti le strategie di internazionalizzazione ha costituito due nuove società all'estero quali: 1) GPI do Brasil Ltda con sede in Brasile, la quale nello stesso anno ha cambiato denominazione in Ziti Tecnologia Ltda e dove GPI detiene una quota pari al 50%; 2) GPI Africa Austral Sa con sede in Mozambico[26].

Queste due operazioni non rientrano nella categoria delle M&A ma sono estremamente rilevanti per quanto riguarda lo sviluppo dell'impresa per linee esterne, obiettivo affine alle operazioni di acquisizione e di fusione.

"L'esercizio 2014 ha conseguentemente rappresentato per il Gruppo GPI, dopo 27 anni dalla costituzione della Capogruppo GPI S.p.a., l'inizio di una nuova fase di crescita e consolidamento" (Fausto Manzana, 2014, p.9), queste sono le parole utilizzate dal presidente Fausto Manzana nella Lettera agli Azionisti per definire l'anno 2014, un anno caratterizzato dal punto di vista delle M&A da due importanti operazioni straordinarie quali:

1) acquisizione di una partecipazione pari al 51% del capitale sociale di Sferacarta GPI S.r.l., società che ha consentito l'espansione delle competenze del Gruppo nell'ambito della sanità animale e della prevenzione in quanto attiva nel settore della progettazione e produzione di soluzioni ICT per la sanità pubblica veterinaria e per l'igiene degli alimenti. Da sottolineare anche che a fine 2014 Sferacarta GPI ha acquisito l'affitto di un ramo d'azienda di Logix S.r.l., principale competitors, con l'obiettivo di diventare leader nazionale del settore di riferimento;

[26] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia

2) acquisizione, tramite la controllata Spid S.p.a., della quota di maggioranza della società Riedl Gmbh. Un investimento strategico per migliorare la gestione logistica del farmaco, di cui Spid S.p.a. è leader in Italia. Il valore aggiunto ottenuto con l'entrata nel Gruppo di questa azienda è la possibilità di utilizzare la tecnologia innovativa sviluppata da Riedl Gmbh per la gestione dello stock farmaceutico ma in generale anche per l'automazione della logistica in piccoli e medi spazi. Inoltre tale operazione ha costituito un ulteriore passo in avanti nell'internazionalizzazione aziendale in quanto ha aperto al mercato tedesco e francese dove Riedl Gmbh era già presente.

Oltre a questi due eventi di maggior rilievo, nel 2014 vengono effettuate altre operazioni societarie tra cui: acquisizioni di quote del capitale sociale di GSI S.r.l. tali da ottenere la quota di maggioranza; incremento delle quote di partecipazioni di Spid S.p.a., arrivando così a detenere una partecipazione complessiva dell'80,8%; acquisto del ramo d'azienda di I & T Servizi S.r.l.; costituzione di GPI do Brasil S.r.l., società di diritto italiano finalizzate a supportare l'attività commerciale della partecipata Ziti Tecnologia Ltda; con lo scopo di allargare il proprio mercato anche negli Emirati Arabi, GPI costituisce GPI Middle East Information Technology Consultancy L.l.c. con sede ad Abu Dhabi sottoscrivendo una partecipazioni pari al 49% del capitale sociale.

Il percorso di crescita è continuato anche nel 2015 con una intensa attività consentendo un notevole arricchimento in termini di know-how e competenze.

Il 2015 ha visto il Gruppo protagonista di numerose importanti acquisizioni che hanno rafforzato ulteriormente la posizione di mercato estendendo la capillarità delle proprie referenze commerciali e proponendo un portafoglio di soluzioni unico nel suo genere.

In particolare le operazioni di M&A del 2015 di maggior impatto sono[27]:

1) la costituzione, tramite Global Care Solutions S.r.l., della newco Evolvo GPI S.r.l., una società la cui operatività riguarda lo sviluppo di sistemi innovativi

[27] Fonti: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia – Bilancio Consolidato di GPI Group 2015

di “eHealthCare” a supporto dei modelli di automazione dei processi sanitari privilegiando particolarmente le attività di telemedicina e di telemonitoraggio sul territorio. Successivamente tramite questa società GPI ha acquisito anche il ramo d’azienda di titolarità di Intersistemi Italia S.p.a. specializzato nel settore della telemedicina;

2) l’acquisizione di GPI Technology S.r.l. (fusa poi per incorporazione nel 2016), azienda attiva nei servizi di Desktop Management necessari per la completa gestione dell’infrastruttura ICT e delle componenti hardware e software del sistema informativo;
3) l’acquisizione di Lombardia Contact S.r.l. a seguito di gara pubblica indetta dalla Regione Lombardia, una società gestore dei servizi regionali di contact/call center sanitario. Una grossa acquisizione che ha infatti portato in dote al Gruppo circa 970 nuovi dipendenti.

Nello stesso anno GPI Group oltre ad aver acquisito da Natisoft il ramo d’azienda specializzato nei software e nella gestione della prevenzione, della tracciabilità nel settore agricolo e sanitario e nella digitalizzazione documentale negli enti pubblici, ha realizzato due operazioni di carattere internazionale: innanzitutto per aumentare la presenza in Sud America ha acquisito la maggioranza delle partecipazioni in GPI Chile S.p.a. società con sede a Santiago del Chile, inoltre è entrata per la prima volta nel mercato polacco acquistando il 19% del capitale sociale della società Saluris Spólka z o. o..

Il 2016 rappresenta un anno di svolta, un anno dove l’impresa approda per la prima volta nel mercato dei capitali e porta a termine una serie di operazioni fondamentali per la crescita futura dell’azienda.

L’operazione rilevante del 2016 è la fusione per incorporazione di Capital For Progress 1 S.p.a (CFP1), il cui successo era direttamente collegato al processo di quotazione in Borsa. CFP1 infatti, è una special purpose acquisition company (SPAC) di Milano, ovvero una società costituita appositamente con lo scopo di quotarsi e di reperire, attraverso il collocamento degli strumenti finanziari presso investitori, le risorse finanziarie necessarie per porre in essere una operazione di

acquisizione e/o aggregazione con una società definita target. Questo progetto di fusione si è realizzato tramite l'emissione da parte di GPI 5.110.000 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale, di 153.000 azioni speciali di categoria C prive di indicazione del valore nominale e di 2.555.000 warrant GPI disciplinati dal relativo regolamento per un totale di un apporto aggiuntivo di risorse patrimoniali pari ad oltre 50 milioni di euro[28].

In particolare nel progetto di fusione il rapporto di cambio è stato determinato attribuendo:

- un valore di 100 milioni al capitale economico di GPI e prevedendo che il numero di azioni componenti il capitale sociale di GPI fosse portato da 8 mln a 10 mln, tramite un frazionamento 10:8 stabilendo 10 Euro il valore di ciascuna azione in seguito al concambio
- un valore di 52,5 milioni al capitale economico di CFP, determinando a 10 Euro il valore di ciascuna azione, di qualsiasi categoria.

Nello stesso anno però, vengono concluse anche 4 acquisizioni[29]:

1) acquisito tramite la controllata Neocare S.r.l. il ramo d'azienda "sanità" della società Innovazione & Tecnologie S.r.l. che consente al Gruppo di ampliare l'offerta nel campo dei sistemi informativi sanitari e in particolare nella gestione clinica pediatrica e delle patologie neonatali.
2) perfezionata l'acquisizione del 70% delle quote di GBIM S.r.l. una società specializzata nello sviluppo e nella manutenzione dei sistemi informativi ospedalieri pubblici e privati.
3) acquisito da TBS Group delle partecipazioni di controllo sia in Insiel Mercato S.p.a. sia in Professional Clinical Software GmbH ("PCS") società entrambe operative nelle ICT per la sanità e per la pubblica amministrazione. In particolare GPI Group tramite i prodotti e il network delle strutture sanitarie di PCS avanza nella strategia di internazionalizzazione.

[28] Fonte: GPI Group, documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia

[29] Fonte: GPI Group, Bilancio consolidato di GPI Group 2016

In conclusione la società oltre a queste operazioni rilevanti ha portato a termine anche l'acquisizione del restante 20% del capitale sociale di GPI Tecnology S.r.l., ha incrementato la quota di partecipazione nel capitale sociale di Spid S.p.a. raggiungendo un livello pari al 97% e ha perfezionato la costituzione della società Groowe Tech S.r.l..

L'ultimo anno preso in analisi è un anno ad altissima attività dove il Gruppo ha apportato un ulteriore impulso alle operazioni di M&A.

Non solo infatti, sono numerose le acquisizioni realizzate nel 2017 ma, ai fini dello snellimento e della semplificazione amministrativa e legale a livello consolidato, sono state incorporate varie società controllate ovvero, GSI S.r.l., EVOLVO GPI S.r.l., SPID S.p.a. e GPI DO BRASIL S.r.l..

Per quanto riguarda le operazioni di acquisizione le principali sono[30]:

1) acquisizione tramite la controllata Consorzio Stabile Cento Orizzonti S.c.a.r.l. a seguito del successo in una gara pubblica indetta dalla ULSS "Serenissima" di Dolo, della società DO.MI.NO S.r.l. specializzata nei servizi sanitari di natura amministrativa in grado di apportare al Gruppo un incremento della quota servizi BPO nel Veneto;
2) acquisizione del 100% delle quote di Netmedica S.r.l. che apre per la prima volta GPI al settore delle soluzioni destinate ai Medici di Medicina Generale, area particolarmente strategica per le prospettive di sviluppo del c.d. "Chronic Care";
3) acquisizione del 100% delle quote di Nuova Sigma S.r.l. e della controllata EDP S.r.l., società con grande know how e quote di mercato nel segmento dedicato all'information technology per le human resources sia nel settore pubblico sia in quello privato;
4) acquisizione del 100% delle quote di Infoline S.r.l., società operante sempre nel campo delle risorse umane come Nuova Sigma S.r.l. ma più in particolare attiva nel business della fornitura di software applicativo e servizi per la gestione delle HR;

[30] Fonte: GPI Group, Bilancio Consolidato di GPI Group 2017

5) acquisizione del 60% delle quote di Hemasoft Software S.L., un passo molto importante per il Gruppo in quanto si tratta di un gruppo spagnolo specializzato in soluzioni per centri trasfusionali e banche del sangue con sedi anche a Miami, per cui di importanza strategica nelle politiche di internazionalizzazione consentendo a GPI di effettuare un primo ingresso nel mercato USA. Inoltre va ad integrare il know-how e le competenze di settore già acquisite con le attività di Insiel Mercato;
6) acquisizione del 60% delle quote di Xidera S.r.l. con lo scopo di migliorare l'accoglienza attraverso soluzioni software tali da ottimizzare gli accessi allo sportello e a razionalizzare i flussi e i percorsi degli utenti, tutti ambiti sui quali l'azienda è specializzata;
7) acquisizione del 70% delle quote di BIM Italia S.r.l. azienda di riferimento nel settore dei sistemi direzionali per le Aziende sanitarie e ospedaliere offrendo soluzioni che integrano prodotti software e servizi professionali.

Con questa panoramica sulle operazioni di M&A del quinquennio 2015-2017 notiamo, come già detto in precedenza, quanto GPI Group investa le proprie risorse finanziarie sulla crescita per linee esterne. La strategia è quella di incrementare e consolidare la posizione di leader di settore in Italia e di creare una rete internazionale che mantenga gli standard qualitativi tipici dell'azienda, attraverso proprio un apporto di know-how, tecnologie e competenze assimilate attraverso l'acquisizione o la fusione con imprese esterne. Come si vedrà in seguito questa politica aziendale che punta in maniera rilevante sulle operazioni di M&A è resa possibile in particolar modo dai capitali raccolti attraverso i collocamenti di minibond.

Tabella 2.2: storico operazioni M&A 2013 - 2017

	OPERAZIONI DI M&A	QUOTE ACQUISTATE	ATTIVITÀ AZIENDALE
2013	**Nazionali**		
	S.O.IV.E. Srl	100%	Progettazione e realizzazione di sistemi informativi per la sanità
	Selfin Srl	10%	Software house operanti nella Sanità e nel Sociale
	HIT Srl	10%	
	Sysline Spa	10%	
	Global Care Solutions Srl	51%	Creazione di modelli di servizi socio-sanitari di qualità e a prezzi sostenibili
	Sintac Srl	23%	Realizzazione di soluzioni di punta nel mondo dell'ingegneria biomedica
	Internazionali		
	Ziti Tecnologia Ltda	50%	Fornisce soluzioni sanitarie e sistemi di logistica del farmaco al mercato Brasiliano
	GPI Africa Austral Sa		Sviluppo di infrastrutture, tecnologie dell'informazione e servizi per ospedali e strutture sanitarie
2014	**Nazionali**		
	Sferacarta GPI Srl	51%	Operante nel settore della sanità pubblica veterinaria e nella sicurezza alimentare
	Ramo d'azienda di Logix Srl	affitto	Principale competitors di Sferacarta GPI S.r.l.
	GSI Srl	16%	Consulenza, IT service management, progettazione, realizzazione e manutenzione di sistemi informativi per la sanità e la PA
	I & T Servizi Srl	100%	Acquisto funzionale per un contratto d'appalto
	GPI do Brasil Srl	100%	Supporto a Ziti Tecnologia Ltda
	Internazionali		
	Riedl Gmbh	51%	Gestione dello stock farmaceutico e automazione della logistica in piccoli e medi spazi
	GPI Middle East Information Technology Consultancy Llc	49%	Specializzata prevalentemente in veterinaria e nello sviluppo di sistemi informatici sulla sicurezza alimentare
2015	**Nazionali**		
	Evolvo GPI Srl	80%	Sviluppo di sistemi innovativi di "eHealthCare"
	GPI Technology Srl	80%	Servizi di Desktop Management
	Lombardia Contact Srl	100%	Gestore dei servizi regionali di contact/call center sanitario
	Ramo d'azienda di Natisoft Srl	100%	Gestione della prevenzione, tracciabilità nel settore agricolo e sanitario e nella digitalizzazione documentale negli enti pubblici
	Internazionali		
	GPI Chile Spa	51%	Fornisce soluzioni nel settore sanitario cileno
	Saluris Spółka z o. o.	19%	
2016	**Nazionali**		
	Capital For Progress 1 Spa	Fusione	Special purpose acquisition company
	Ramo d'azienda Neocare Srl	100%	Gestione clinica pediatrica e patologie neonatali
	GBIM Srl	70%	Sviluppo e manutenzione dei sistemi informativi ospedalieri pubblici e privati
	Insiel Mercato Spa	55%	Operativa nelle ICT per la sanità e per la PA
	GPI Technology Srl	20%	Servizi di Desktop Management
	SPID spa	16%	Produzione e commercializzazione di sistemi per la gestione informatizzata e robotizzata del farmaco
	Groowe Tech S.r.l.	51%	Progettazione, conduzione e commercializzazione di software e sistemi informativi
	Internazionali		
	PCS GmbH	100%	Operativa nelle ICT per la sanità e per la PA

2017	**Nazionali**		
	DO.MI.NO Srl	70%	Servizi sanitari di natura amministrativa
	Netmedica Srl	100%	Soluzioni destinate ai Meidici di Medicina Generale
	Nuova Sigma Srl e EDP Srl	100%	Information technology per le HR
	Infoline Srl	100%	Fornitura di software e servizi per la gestione delle HR
	Xidera Srl	60%	Soluzioni software per migliorare l'accoglienza
	BIM Italia Srl	70%	Soluzioni che integrano prodotti software e servizi professionali
	Internazionali		
	Hemasoft Software SL	60%	Soluzioni per centri trasfusionali e banche del sangue

Fonte: elaborazione personale da informazioni presenti nei bilanci consolidati GPI Group, da documento di ammissione relativo alle negoziazioni su AIM Italia

2.3 L'UTILIZZO DEI MINIBOND IN GPI GROUP: DUE ESEMPI PRATICI

Dopo aver presentato nei paragrafi precedenti la situazione aziendale in ottica descrittiva, esponendo dunque le attività e le varie aree strategiche d'affari, si è ritenuto focalizzare l'attenzione sul tema principale trattato nel presente elaborato ossia l'emissione di minibond da parte di GPI Group. Questo paragrafo analizza, l'impiego dei capitali raccolti attraverso le obbligazioni per comprendere in via definitiva le motivazioni e gli impatti finanziari sulla società di tali operazioni.

In particolare verranno presi in esame l'ultimo biennio caratterizzato da numerose operazioni di M&A e dalla quotazione in Borsa sul segmento AIM ed il 2014, anno in cui non sono state emesse obbligazioni ma durante il quale l'azienda ha sottoscritto parte del minibond varato nel 2013. Gli scenari oggetto di studio riguardano fasi sociali differenti con l'obiettivo di evidenziare le strategie poste in essere dall'azienda per finanziarsi attraverso i minibond ed allocare i capitali raccolti. Verranno quindi esaminati due esempi differenti per evidenziare come l'azienda in un caso utilizza i capitali obbligazionari per finanziare le operazioni di M&A e nell'altro per rifinanziare il debito e riequilibrare la situazione finanziaria.

Analizzando, quindi, le variazioni delle poste di bilancio si individueranno le fonti attraverso cui GPI ha coperto il fabbisogno finanziario resosi necessario per le operazioni straordinarie e, più nel dettaglio, si evidenzierà la funzione peculiare del minibond.

A tal proposito appare utile sottolineare come le obbligazioni siano destinate prevalentemente, secondo quanto riportato nei documenti di ammissione, al rifinanziamento del debito ed a supportare i piani di crescita del gruppo per linee interne ed esterne.

2.3.1 L'UTILIZZO DEL MINIBOND PER FINANZIARE LE OPERAZIONI DI M&A

L'esercizio 2017 si è caratterizzato per un'intensa attività sotto il profilo delle operazioni di M&A e per l'emissione di un prestito obbligazioni di 20 milioni di euro.

Le aggregazioni aziendali hanno apportato a bilancio un incremento netto pari a 41,3 milioni di euro corrispondente ad una variazione del 15% sull'attivo totale della società.

Riportiamo di seguito la tabella di raffronto tra 2016 e 2017 delle fonti di finanziamento. Un livello di acquisizioni mai raggiunto prima e reso possibile grazie al supporto di una struttura patrimoniale e finanziaria solida le cui componenti sono di seguito analizzate:

Tabella 2.3: aggregati di bilancio principali 2016-2017

	2016	2017
Disponibilità liquide	71.843	39.936
Debiti bancari a breve termine	*30.326*	*18.757*
Debiti bancari a M/L termine	*18.143*	*26.738*
Totale debiti bancari	48.469	45.495
Debiti per acquisto partecipazioni	3.407	23.422
Obbligazioni	31.750	45.495
Totale debiti finanziari	86.252	97.044
Posizione finanziaria netta	**9.901**	**51.000**
Patrimonio Netto	61.337	64.339
Oneri finanziari	2.507	2.797
EBITDA	20.087	25.900

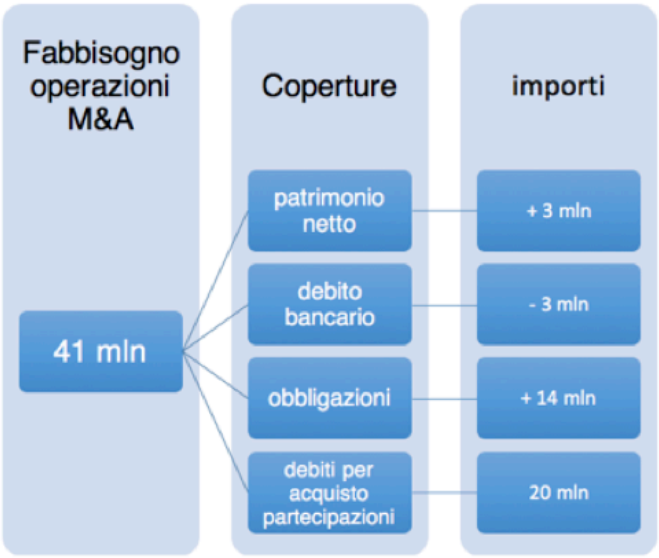
Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

1) **patrimonio netto** – la variazione netta di 3 mln deriva dall'utile d'esercizio di 7,9 mln al netto di dividendi distribuiti per 4,6 mln;
2) **obbligazioni –** il debito per obbligazioni si incrementa di 13,7 mln a fronte dell'emissione avvenuta nell'esercizio per 20 mln; in accordo al fine dei minibond prima evidenziato GPI ha, infatti, utilizzato i fondi reperiti con la sottoscrizione 2017 per rifinanziare parte (6,3 mln) dello stock obbligazionario precedentemente emesso a condizioni peggiori;
3) **debiti bancari** – rappresentano una voce estremamente rilevante per l'analisi in quanto non solo rappresentano una fonte di finanziamento per le operazioni di M&A ma l'equilibrio tra breve e medio/lungo termine di queste fonti è uno degli obiettivi principali che l'impresa persegue attraverso l'impiego dei minibond. L'indebitamento bancario rileva nel 2017 una diminuzione complessiva di 3 mln generata da una virtuosa attività di riallocazione sul M/L termine dell'esposizione di breve periodo: nel dettaglio l'aumento di 8,6 mln dei finanziamenti a M/L termine ha permesso una significativa riduzione (11,5 mln) sul breve termine. La durata delle linee di finanziamento si è allungata rispetto al 2016: il 67% dei finanziamenti in essere al 31 dicembre 2017 scade oltre un anno contro il 45% registrato nell'esercizio precedente. Appare importante sottolineare, dunque, che l'indebitamento verso il sistema bancario non è stato pertanto utilizzato per finanziare il fabbisogno legato alle operazioni di M&A bensì, in un anno caratterizzato da un alto livello di operazioni straordinarie, l'azienda è stata comunque in grado di riequilibrare le proprie fonti bancarie riposizionandosi su un orizzonte di medio periodo: ciò indica che GPI possiede sicuramente una "credibilità" patrimoniale/finanziaria tale da averle consentito la negoziazione con gli Istituti di credito delle nuove operazioni a parziale sostituzione delle precedenti.
4) **debiti per acquisto partecipazioni** – tale posta rientra tra i debiti commerciali/altri debiti ed ha registrato un aumento di 20 mln di euro in seguito proprio agli accordi per l'acquisto delle partecipazioni delle imprese

oggetto delle operazioni di M&A di GPI Group. Nel caso analizzato i debiti per acquisto partecipazioni risultano rilevanti se rapportati sia al differenziale intervenuto nell'attivo in relazione alle acquisizioni (41,3 mln) sia alle altre fonti di finanziamento effettive di cui dispone l'azienda (vedasi schema a lato).

In sintesi le operazioni di M&A 2017 sono state finanziate per circa 17 mln da fonti di finanziamento che attengono alla capacità dell'azienda di generare business (aumento PN 3,0 mln grazie agli utili reinvestiti) e di indebitarsi presso terzi (aumento obbligazioni 14,0 mln) mentre restanti 20 mln iscritti rappresentano indubbiamente un tema circa le esigenze di copertura che si manifesteranno nel 2018.

figura 2.3: coperture del fabbisogno delle operazioni M&A



Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

Le modalità con cui GPI ha fatto fronte alle operazioni straordinarie 2017 hanno sicuramente inciso sulla struttura dello stato patrimoniale: in ottica di un'analisi più generale appare interessante esaminare la risposta degli indicatori economici - finanziari aziendali al fine di verificare se e come la tenuta patrimoniale/finanziaria della società sia stata influenzata dagli eventi 2017.

Innanzitutto, considerando l'aumento dei debiti finanziari e la notevole riduzione delle disponibilità liquide (le attività correnti e non presentano significative variazioni) la PFN registra un aumento sostenuto in

Tabella 2.4: andamento di alcuni indicatori di bilancio tra il 2016 e il 2017

	2016	2017
PFN/EQUITY	0,16	0,79
PFN/EBITDA	0,49	1,97
EBITDA/Oneri Finanziari netti	8,2	11,6

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

termini assoluti passando da 9,9 mln a 51 mln come si nota dalla tabella 2.4: l'aumento appare fisiologico se valutato in rapporto alle operazioni straordinarie poste in essere ed il grado d'indebitamento finanziario si mantiene comunque su livelli di primario standing con un indice PFN/EQUITY che rimane inferiore all'unità (da 0,16 a 0,79).

Se il rapporto PFN/Equity sintetizza la solidità patrimoniale/finanziaria della società l'indicatore PFN/EBITDA mette in correlazione il grado di esposizione finanziaria alla capacità dell'azienda di generare risultati attraverso la propria gestione caratteristica: nella fattispecie l'indice si attesta a 1,97x. Pur a fronte di un incremento rispetto al valore (0,49x) 2016 il rapporto dell'indebitamento con l'EBITDA persiste su valori molto ridotti ad indicazione che il business della controparte è adeguato ad onorare i debiti finanziari.

Proprio a tal proposito si riporta nell'analisi anche l'indicatore EBITDA/OF: è interessante notare che il valore passa da 8,2x ad 11,6x per effetto dell'incremento dell'EBITDA a fronte di oneri finanziari stabili tra il 2016 al 2017. Sebbene nel 2017 l'impresa abbia aumentato di 10,8 mln i propri debiti finanziari ed aperto nuovi finanziamenti (in particolare 25 mln concessi da Unicredit) in sostituzione a quelli in scadenza, gli oneri finanziari non presentano sostanziali incrementi indicando di conseguenza come l'impresa sia riuscita a raccogliere nuovo capitale a condizioni finanziarie più favorevoli.

2.3.2 L'UTILIZZO DEL MINIBOND PER RIEQUILIBRARE LE PASSIVITÀ

Il secondo esempio pratico fa riferimento all'esercizio 2014 il quale da quanto si deduce analizzando il bilancio di chiusura, ha utilizzato i capitali raccolti dai prestiti obbligazionari per fini differenti rispetto quanto evidenziato nel paragrafo 2.3.1.

Il 2014 infatti, si è caratterizzato principalmente per la realizzazione di due importanti acquisizioni ossia le società Sferacarta GPI S.r.l. e Riedl S.p.a. e per la sottoscrizione e il versamento della seconda tranche del prestito "GPI Tasso

Fisso (5,50%) 2013 - 2018", il quale ha garantito anche per il 2014 nuove fonti di finanziamento alternative al canale bancario.

Le aggregazioni aziendali nel 2014 hanno apportato a bilancio un incremento netto pari circa a 5,8 milioni corrispondente ad una variazione dell'8% sull'attivo totale della società, un'incidenza che se confrontata con il 2017 risulta pari alla metà.

Tabella 2.5: aggregati di bilancio principali 2013-2014

	2013	2014
Disponibilità liquide	7.131	3.081
Debiti bancari a breve termine	*13.861*	*9.395*
Debiti bancari a M/L termine	*6.351*	*6.508*
Totale debiti bancari	20.212	15.903
Debiti per acquisto partecipazioni	0	117
Obbligazioni	3.750	10.250
Totale debiti finanziari	29.710	30.298
Posizione finanziaria netta	**22.579**	**26.968**
Patrimonio Netto	13.016	16.899
Oneri finanziari	1.758	1.750
EBITDA	10.534	12.374

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

Andando ad analizzare le fonti di finanziamento a supporto dell'azienda nel 2014, riportate nella tabella 2.5, si può osservare come siano state utilizzate per coprire i fabbisogni derivanti dalle acquisizioni ma anche soprattutto per migliorare l'equilibrio sia a livello di fonti di approvvigionamento esterne che a livello di distribuzione temporale del debito. Più nello specifico:

1) **patrimonio netto** – presenta una variazione netta di 3,9 mln dovuta principalmente da un aumento di capitali di 2 mln, per i quali dalle informazioni disponibili non è possibile conoscere i sottoscrittori, e da una generazione di utili di 2,5 mln;

2) **obbligazioni** – il debito per obbligazioni si incrementa di 6,5 mln a seguito della seconda tranche del minibond emesso nel 2013. La raccolta di capitale obbligazionario da sola copre abbondantemente il fabbisogno generato dalle operazioni di M&A. Questo ci fa dedurre che parte dei 6,5 mln sono stati utilizzati dall'impresa anche per differenti scopi quale appunto il rifinanziamento del debito;
3) **debiti bancari** – questa posta presenta delle variazioni interessanti in quanto l'azienda nel 2014 ha ridotto il suo ammontare di 4,3 mln, una diminuzione pari a più del 20% rispetto all'ammontare totale dei debiti bancari del 2013.

   Una riduzione derivante da una virtuosa attività di rifinanziamento del debito a breve termine, nel dettaglio: i debiti bancari a breve termine diminuiscono di 4,5 milioni mentre quelli a M/L termine non subiscono variazioni raggiungendo così una situazione ottimale dal punto di vista di distribuzione temporale del debito.

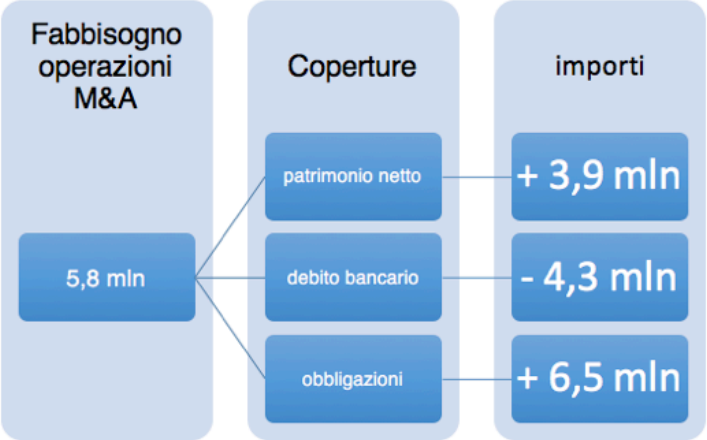
   Si ritiene opportuno sottolineare come l'impresa in un anno caratterizzato comunque da attività di crescita per linee esterne, abbia finanziato tali progetti non tanto con capitale bancario a breve termine che come visto diminuisce, ma con fonti di finanziamento alternative e patrimonio netto le quali sono servite per di più a migliorare l'equilibrio finanziario aziendale.

In sintesi, nel 2014 l'azienda è riuscita a coprire tutti i fabbisogni generati dalle operazioni di M&A attraverso il capitale raccolto con i minibond pari a 6,5 mln e inoltre grazie alla capacità di produrre business (aumento PN 3,9 mln) e ai fondi

obbligazionari rimanenti ha riequilibrato la situazione finanziaria diminuendo i debiti bancari a breve per un importo pari a 4,5 mln.

L'impresa infatti, a differenza del 2017 dove l'attività di aggregazione è stata molto intensa, non ha dovuto registrare a bilancio importi significativi nella posta debiti per acquisto di partecipazioni proprio in relazione al fatto che le fonti di finanziamento sia interne che esterne sono state più che sufficienti per soddisfare le necessità aziendali.

figura 2.4: coperture del fabbisogno delle operazioni M&A 2014



Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilancio consolidato 2014 di GPI Group

Come è stato fatto per il 2017, anche in questo caso appare interessante esaminare la risposta degli indicatori economici - finanziari societari per verificare se e come la tenuta patrimoniale/finanziaria della società sia stata influenzata dagli eventi.

Innanzitutto considerando che i debiti finanziari aumentano complessivamente di solo mezzo milione mentre le disponibilità liquide diminuiscono notevolmente per la precisione di 4 mln, la PFN registra un aumento di 4,4 mln. Un incremento non così significativo ma fisiologico se valutato in relazione alle operazioni straordinarie effettuate dal Gruppo del 2014 e al grado di indebitamento aziendali che rimane comunque su livelli ottimali dal momento che PFN/EQUITY rimane sempre sotto 2x riportando per di più una diminuzione 0,13.

tabella 2.6: andamento di alcuni indicatori di bilancio tra 2013 - 2014

	2013	2014
PFN/EQUITY	1,73	1,60
PFN/EBITDA	2,14	2,18
EBITDA/Oneri Finanziari netti	6,14	7,2

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilancio consolidati di GPI Group

Quanto alla capacità aziendale di coprire l'esposizione finanziaria attraverso la gestione caratteristica, sebbene la PFN nel 2014 aumenti, il rapporto

PFN/EBITDA non subisce variazioni ma si attesta a 2,18x a dimostrazione del fatto che l'azienda pur incrementando il livello dei debiti riesce a mantenere un margine operativo lordo equilibrato.

A tal proposito si riporta anche il rapporto EBITDA/OF: è interessante osservare come il rapporto aumenti da 6,14x a 7,2x dovuto principalmente dall'incremento registrato dall'EBITDA dal momento che gli oneri finanziari dal 2013 al 2014 non subiscono alcuna variazione. Si ritiene quindi necessario sottolineare come sebbene l'impresa abbia chiuso posizioni bancarie a breve solitamente onerose, i nuovi capitali obbligazionari raccolti non hanno comportato variazioni nella posta degli oneri finanziari.

CAPITOLO 3

IMPATTI E BENEFICI DELLE QUATTRO EMISSIONI DI MINIBOND

3.1 LE QUATTRO EMISSIONI DI MINIBOND DI GPI GROUP

Dopo aver parlato ampiamente di quelle che sono le motivazioni per le quali GPI Group si è aperta al mondo del mercato dei capitali, in questa parte di elaborato ci si focalizzerà sugli impatti aziendali e sui benefici delle emissioni di minibond. In particolare verranno presentati a livello descrittivo i quattro collocamenti realizzati dal Gruppo mettendo in luce le caratteristiche fondamentali e successivamente verrà analizzato l'andamento aziendale, attraverso uno studio dei bilanci dal 2013 al 2017, per evidenziare come l'impresa è evoluta nel corso di questi 5 anni e di come soprattutto i minibond hanno contribuito a tale cambiamento.

3.1.1 LA PRIMA EMISSIONE: "GPI Tasso Fisso (5,50%) 2013 - 2018"

Nel 2013 GPI Group emette il primo minibond nel mondo del mercato dei capitali ed è interessante riportare un'intervista di Fausto Manzana proprio in riferimento a questo grande passo nella storia aziendale: *"Ho dovuto compiere un salto culturale importante – racconta Manzana – nel 2012 eravamo una società a socio e amministratore unico e abbiamo incrociato per la prima volta una difficoltà perché mi veniva opposto il c.d.* ***rischio Paese****. I nostri clienti continuavano a essere quelli che erano sempre stati o migliori, ma la crisi finanziaria globale aveva cambiato il sistema. Per garantirci il futuro e l'esistenza abbiamo ritenuto necessario guardarci intorno e aprirci in maniera strutturata al mondo della finanza, e a Natale 2013 abbiamo chiuso l'ingresso del Fondo orizzonte e*

abbiamo emesso quelli che erano allora, tra i primi minibond quotati."(Fausto Manzana, 2017,)[31].

Si nota da queste parole l'importanza e la crucialità dell'emissione e dell'apertura al mondo finanziario, per poter superare e affrontare il periodo di profonda crisi che attanagliava l'Italia dal 2008. L'unico modo per poter sfruttare le grandi opportunità offerte dal mercato, in condizioni in cui l'accesso al credito è complicato, è quello di allargare i propri orizzonti e trovare partner pronti a sostenere la visione futura aziendale, proprio come è successo nel caso di GPI.

Operazioni simili, però, non possono essere intraprese così facilmente come un prestito bancario perché richiedono competenze specifiche, molto spesso non presenti in azienda. La spinta determinante nell'intraprendere questo percorso completamente nuovo nella realtà aziendale di GPI Group viene fornita da Orizzonte SGR, primo soggetto ad entrare come socio nell'impresa.

Quest'ultimo ha investito nel 2013 un totale di 7,5 milioni, acquisendo tra il 12-14% di GPI e parte dei minibond, l'operazione, infatti, è stata doppia: oltre alla sottoscrizione della quota all'interno della società si è deciso anche per una acquisizione di parte delle obbligazioni emesse.

[31]Fonte: Industria italiana, Laura Magna, 2017

Il primo minibond quotato denominato “GPI Tasso Fisso (5,50%) 2013 - 2018” di GPI Group, affiancato nell’operazione dallo Studio Mora in qualità di consulente societario, da Finanziaria Internazionale Securitisation Group in qualità di advisor finanziario e da Bnp Paribas Securities Services in qualità di banca agente, presenta le seguenti caratteristiche tecniche:

Tabella 3.1: caratteristiche tecniche emissione

CARATTERISTICHE TECNICHE	
Ammontare complessivo:	12.000.000
Codice ISIN:	IT0004981913
Data emissione:	23 dicembre 2013
Data godimento:	23 dicembre 2013
Durata:	fino al 30 giugno 2018
Rimborso:	alla pari (100%), bullet al 30 giugno 2018
Interessi:	tasso fisso nominale annuo del 5,5%
Pagamento interessi:	posticipato annuale, prima data di pagamento 30 giugno 2014

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti sul documento di ammissione relativo

Il prestito obbligazionario inoltre, è costituito da 240 obbligazioni al portatore del valore nominale di Euro 50.000,00 ciascuna di taglio non frazionabile.

Nelle caratteristiche non troviamo il rating aziendale, un requisito non obbligatorio per le emissioni di minibond e al momento non posseduto da GPI Group.

Si tratta di obbligazioni tradizionali, ovvero non sono né convertibili in azioni, né in titoli partecipativi del capitale sociale della società in oggetto o di altre società, negoziati sul segmento professionale ExtraMOT PRO e quindi offerte esclusivamente ad investitori qualificati.

Le obbligazioni sono sottoscrivibili dagli investitori in due differenti periodi di offerta, il primo dal 13/12/2013 al 19/12/2013 e il secondo, in caso di mancata sottoscrizione dell’intero prestito nel primo periodo, dal 13/01/2014 fino al 31/03/2014.

Come si nota dalle caratteristiche tecniche, il rimborso del capitale è di tipo bullet (paragrafo 1.2) ovvero non vi è un piano di ammortamento ma il finanziamento viene rimborsato al 100% alla data di scadenza.

Per quanto riguarda invece la corresponsione degli interessi maturati al tasso annuo del 5,50% questa è effettuata in via posticipata con periodicità annuale, ovvero il 30 giugno, *data di pagamento*.

È importante sottolineare come sia fatta salva la facoltà dell'emittente di riacquistare le obbligazioni prima della scadenza ed eventualmente annullarle e come non sia presente nessuna possibilità di rimborso anticipato.

Solitamente queste ultime sono legate alla violazione dei *covenants* finanziari che in questo caso però non sono presenti come condizioni all'interno del documento di ammissione. Gli unici impegni a cui deve sottostare l'emittente per tutta la durata del prestito non fanno riferimento a parametri o indicatori economici-finanziari da rispettare, come lo sono i cosiddetti *covenants* finanziari, ma riguardano il vincolo di non concedere e a far si che le società controllate rilevanti non concedano pegni, ipoteche, garanzie reali o garanzie personali sui propri beni sia materiali sia immateriali, sui propri crediti, sulle proprie partecipazioni a favore di ulteriori emissioni obbligazionarie o rilevanti da parte dell'emittente o di società controllate, salvo che le medesime garanzie nel medesimo grado siano concesse anche a favore del presente prestito.

Questi sono gli unici vincoli a cui deve sottostare GPI Group per poter usufruire del finanziamento, finanziamento i cui proventi sono destinati, secondo le motivazioni dell'offerta presenti nel documento di ammissione, a supportare principalmente i progetti di crescita del Gruppo, sia per linee esterne con acquisizioni di aziende del settore o con partecipazioni sia per linee interne mediante investimenti per l'internazionalizzazione dell'offerta commerciale.

Sebbene l'offerta non sia finalizzata al rifinanziamento del debito, alla diversificazione delle fonti di finanziamento, o al rientro di linee di credito in essere, l'emittente si riserva la possibilità in via autonoma di destinare parte del ricavato a finalità di gestione operativa generale del Gruppo.

Il tutto per perseguire l'obiettivo di consolidamento della posizione di leader di settore in Italia, accrescendo ulteriormente la quota di mercato in un settore dove lo scenario futuro si prospetta focalizzato su pochi operatori ma ben strutturati, per diventare uno fra i primi cinque soggetti di riferimento all'interno di ogni paese in cui è presente.

Il minibond in conclusione, è stato sottoscritto dal socio Orizzonte SGR Spa con una quota di 3.750.000€, dalla Società Pensplan Invest SGR S.p.a. tramite il fondo di investimento mobiliare chiuso riservato "Euregio Minibond" per un importo di 4.750.000€ e da altri investitori qualificati. È interessante sottolineare come per quanto riguarda la Società Pensplan Invest SGR S.p.a., impresa nata per la promozione e lo sviluppo della previdenza complementare nella Regione del Trentino – Alto Adige/Südtirol, la sottoscrizione di parte del minibond rappresenta il primo investimento del fondo sul territorio regionale un chiaro segnale di come GPI Group venga considerata un'impresa meritevole. Tale concetto viene ribadito proprio dalle parole Stefano Tomazzoni, Presidente di Pensplan Invest SGR S.p.a.:*"Questo è il primo investimento del nostro Fondo sul territorio regionale – afferma Stefano Tomazzoni, Presidente di PensPlan Invest SGR S.p.A.– È molto più di un'ordinaria operazione finanziaria, è una scelta di indirizzo: gli investitori locali hanno saputo fare sistema e hanno investito in un fondo territoriale con l'obiettivo di sostenere innanzitutto le imprese meritevoli, ossia le imprese che dimostrano di volere e di essere capaci di innovare"*

3.1.2 LA SECONDA EMISSIONE: "GPI fixed rate 2015-2025"

Dopo il successo ottenuto con la prima emissione di minibond nel 2013, GPI Group ha continuato il suo percorso di sviluppo affidandosi ancora al mercato dei capitali. Nel 2015 infatti, quasi esattamente due anni dopo la prima, l'impresa ha posto in essere un nuovo minibond, questa volta non quotato su ExtraMOT PRO, denominato "GPI fixed rate 2015-2025".

Di questa emissione, non essendo quotata, non si possiede ovviamente il documento di ammissione; gli unici elementi da dove poter ricavare informazioni

utili sono il bilancio consolidato dell'esercizio 2015 e il regolamento del prestito. Innanzitutto per mantenere un ordine di analisi si delineano le caratteristiche tecniche:

Tabella 3.2: Caratteristiche tecniche emissione

CARATTERISTICHE TECNICHE	
Ammontare complessivo:	4.750.000
Codice ISIN:	IT0005156192
Data emissione:	29 dicembre 2015
Data godimento:	29 dicembre 2015
Durata:	fino al 31 gennaio 2025
Rimborso:	alla pari (100%), inizio nel 2019 e fine nel 2025
Interessi:	tasso fisso nominale annuo del 4,25%
Pagamento interessi:	posticipato semestrale, prima data di pagamento 28 febbraio 2016

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti sul bilancio consolidato 2015 di GPI Group

Il prestito obbligazionario inoltre, è costituito da 95 titoli obbligazionari al portatore del valore nominale di Euro 50.000,00 ciascuna non frazionabile.

Anche in questo caso l'impresa non ha un rating associato e ha riservato la sottoscrizione esclusivamente agli investitori professionali anche in caso di successiva circolazione dei titoli.

Si tratta sempre di obbligazioni non convertibili in azioni, né in strumenti partecipativi del capitale sociale dell'emittente, né di qualsiasi altra società.

Si nota come siano differenti le condizioni di rimborso del capitale rispetto al prestito del 2013: non si è più in presenza di un tipo bullet ma di un amortising, quindi capitale ed interessi sono corrisposti secondo un preciso piano di ammortamento quale:

Tabella 3.3: piano di ammortamento della singola obbligazione

Piano ammortamento singola obbligazione							
Data	Valore nominale residuo singola obbligaz.	Numero rate	Tasso di interesse	Rata	Quota interessi singola obbligaz.	Rimborso quota capitale singola obbligaz.	% rimborso
29/12/2015	50.000,00		4,25%				
28/02/2016	50.000,00		4,25%	399,17	358,08		
31/08/2016	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
28/02/2017	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
31/08/2017	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
28/02/2018	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
31/08/2018	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
28/02/2019	50.000,00		4,25%	1.062,50	1.062,50		
31/08/2019	45.833,33	1	4,25%	5.229,17	1.062,50	4.166,67	8,33%
28/02/2020	41.666,67	2	4,25%	5.140,63	973,96	4.166,67	8,33%
31/08/2020	37.500,00	3	4,25%	5.052,08	885,42	4.166,67	8,33%
28/02/2021	33.333,33	4	4,25%	4.963,54	796,88	4.166,67	8,33%
31/08/2021	29.166,67	5	4,25%	4.875,00	708,33	4.166,67	8,33%
28/02/2022	25.000,00	6	4,25%	4.786,46	619,79	4.166,67	8,33%
31/08/2022	20.833,33	7	4,25%	4.697,92	531,25	4.166,67	8,33%
28/02/2023	16.666,67	8	4,25%	4.609,38	442,71	4.166,67	8,33%
31/08/2023	12.500,00	9	4,25%	4.520,83	354,17	4.166,67	8,33%
28/02/2024	8.333,33	10	4,25%	4.432,29	265,63	4.166,67	8,33%
31/08/2024	4.166,67	11	4,25%	4.343,75	177,08	4.166,67	8,33%
31/01/2025	0,00	12	4,25%	4.241,51	74,84	4.166,67	8,33%
						50.000,00	100,00%

Fonte: riadattamento della tabella presente nel documento di ammissione relativo

Il rimborso quindi, salvo i casi di rimborso anticipato a favore degli obbligazionisti e quello a favore dell'emittente, che si vedranno successivamente, prevede un periodo di preammortamento fino alla data di pagamento il 28/02/2019 (inclusa) e un successivo ammortamento in 12 rate a partire dalla data di pagamento del 31/08/2019 sino alla scadenza.

Tabella 3.4: andamento tasso d'interesse

ANDAMENTO TASSO D'INTERESSE	
RATING	TASSO
B2.1 o inferiore	5%
B1.2	4,75%
B1.1	4,25%
A3.1 o superiore	4%

Fonte: documento di ammissione

Gli interessi sono corrisposti al tasso annuo lordo del 4,25% a partire dalla data di godimento sino alla data di scadenza e sono corrisposti in via posticipata su base semestrale. È un fixed rate con la possibilità di cambiare nel corso degli anni in caso di modifica del rating. A riguardo è importante sottolineare come GPI Group al momento dell'emissione fosse priva di giudizio di rating. Tale giudizio

pari a B1.1 viene assegnato per la prima volta nella storia del Gruppo il 22 aprile del 2016 da parte di Cerved Rating Agency S.p.a., non andando così ad influenzare il tasso d'interesse dell'obbligazione.

Questa emissione, rispetto alla prima, presenta notevoli differenze soprattutto per quanto concerne le possibilità di rimborso anticipato a favore di emittente/obbligazionisti, i vincoli/impegni dell'emittente e la presenza di *covenants* finanziari.

Innanzitutto quindi viene specificato come in caso di quotazione su un mercato regolamentato o non regolamentato incluso l'AIM Italia, l'impresa ha la facoltà di procedere al rimborso anticipato delle obbligazioni al valore nominale determinato relativamente al presentarsi di due si differenti:

- 101% del valore nominale residuo, qualora la facoltà di rimborso venga esercitata prima del 28/02/2017
- 100,5% del valore nominale residuo, qualora la facoltà di rimborso venga esercitata tra 31/08/17 e il 31/08/24

Il regolamento del prestito, inoltre, prevede casi specifici in cui gli obbligazionisti hanno la facoltà di richiedere il rimborso anticipato al verificarsi di una serie di eventi definiti *eventi rilevanti* tra i quali: mancato pagamento dell'emittente alla scadenza prevista di qualsiasi importo dovuto in relazione al prestito; istanza di accertamento dello stato di insolvenza, ovvero l'ammissione a procedura concorsuale o di ristrutturazione del debito; violazione dei *covenants* finanziari per due date di calcolo consecutive; l'adozione di una delibera di liquidazione volontaria della società o di cessazione di attività o parte di essa; perdita del controllo dell'emittente da parte di FM per eventi diversi dalla quotazione; violazione da parte dell'emittente di una norma che comporti un evento dannoso, significativo secondo i parametri previsti dal regolamento; uno o più obblighi previsti dal regolamento diventino illegittimi, invalidi, inefficaci o ineseguibili; violazione degli impegni dell'emittente previsti dal regolamento del prestito.

Quest'ultimo evento fa riferimento all'articolo 1.11 del regolamento dove vengono elencati tutti gli impegni dell'emittente nei confronti degli obbligazionisti durante

l'intera vita del prestito. Sono suddivisi in 14 punti (a differenza dell'unico impegno dell'emissione 2013) e vanno a delineare in modo dettagliato il comportamento e l'operatività dell'impresa vincolando, pena il rimborso anticipato, determinate operazioni.

Il regolamento del prestito, inoltre, impone il rispetto di alcuni *covenants* finanziari:

- PFN / EBITDA < 4
- PFN /PN < 3

Per quanto riguarda le motivazioni dell'emissioni queste non sono contenute all'interno del regolamento poiché sono obbligatorie solamente nel documento di ammissione, ma anche nel bilancio consolidato dell'esercizio 2015 nel capitolo "Le principali operazioni del 2015" dove viene presentato tale minibond, facendo riferimento al percorso di crescita e alla differenziazione delle fonti di approvvigionamento.

Come ultime considerazioni, il minibond è stato interamente sottoscritto da investitori professionali ma nel 2017, poiché presentava delle condizioni più sfavorevoli, è stato estinto anticipatamente attraverso il nuovo prestito obbligazionario del valore di 20 milioni di euro.

3.1.3 LA TERZA EMISSIONE: "GPI S.P.A. – 4,3% 2016 – 2023"

Cinque mesi dopo il secondo prestito obbligazionario, il 13 maggio 2016, il consiglio di amministrazione di GPI Group ha deliberato l'emissione del minibond, quotato sul mercato ExtraMot Pro, denominato "GPI S.P.A. – 4,3% 2016 – 2023".

Le caratteristiche tecniche di questo prestito sono le seguenti:

Tabella 3.5: caratteristiche tecniche emissione

CARATTERISTICHE TECNICHE	
Ammontare complessivo:	15.000.000
Codice ISIN:	IT0005187320
Data emissione:	1 giugno 2016
Data godimento:	1 giugno 2016
Durata:	fino al 31 ottobre 2023
Rimborso:	alla pari (100%), inizio nel 2019 e fine nel 2023
Interessi:	tasso fisso nominale annuo del 4,3%
Pagamento interessi:	posticipato semestrale, prima data di pagamento 30 giugno 2019

Fonte: elaborazione personale delle informazioni presenti sul documento di ammissione relativo

In particolare, il prestito 2016-2023, è costituito da 15.000 titoli obbligazionari al portatore del valore unitario di Euro 1.000 ciascuno, non frazionabili.

Si sottolinea come, per questo prestito, l'azienda disponga per la prima volta di un rating pari a B1.1 fornito da Cerved Rating Agency in data 22/04/2016, un'informazione totalmente nuova per gli investitori. Questo giudizio è stato successivamente alzato ad A3.1 in data 22/04/2017 e confermato nuovamente nel 2018 in seguito al conseguimento dei positivi risultati di crescita.

I titoli, essendo il prestito quotato sul mercato ExtraMot Pro, sono riservati esclusivamente alla sottoscrizione di investitori professionali anche in caso di successiva circolazione.

Inoltre, i titoli non sono convertibili in azioni, né in strumenti partecipativi del capitale sociale, né di qualsiasi altra società.

Per quanto riguarda il rimborso, questo è definito secondo un piano *amortising* quale:

Tabella 3.6: piano ammortamento singola obbligazione

Piano ammortamento singola obbligazione			
Data	Valore nominale residuo singola obbligaz.	Rimborso quota capitale singola obbligaz.	% di rimborso quota capitale cumulata
01/06/2016	1.000		
30/06/2016	1.000	0	0,00%
31/12/2016	1.000	0	0,00%
30/06/2017	1.000	0	0,00%
31/12/2017	1.000	0	0,00%
30/06/2018	1.000	0	0,00%
31/12/2018	1.000	0	0,00%
30/06/2019	900	100	10,00%
31/12/2019	800	100	20,00%
30/06/2020	700	100	30,00%
31/12/2020	600	100	40,00%
30/06/2021	500	100	50,00%
31/12/2021	400	100	60,00%
30/06/2022	300	100	70,00%
31/12/2022	200	100	80,00%
30/06/2023	100	100	90,00%
31/10/2023	0	100	100,00%

Fonte: riadattamento della tabella presente nel relativo documento di ammissione

Il piano di ammortamento illustra un rimborso, salvo i casi di rimborso anticipato, con un periodo di preammortamento fino alla data di pagamento 31/12/2018 (inclusa) e un successivo ammortamento in 10 rate a partire dalla data di pagamento 30/06/2019 fino alla scadenza.

Gli interessi sono corrisposti a partire dalla data di godimento sino alla data di scadenza al tasso fisso nominale annuo lordo pari al 4,3%, definito "tasso di interesse iniziale". Questo perché tale valore può modificarsi, aumentare o diminuire, in un "tasso di interesse successivo" relativamente all'andamento del valore del *covenant* finanziario PFN/EBITDA secondo un schema ben preciso:

Tabella 3.7: andamento del tasso d'interesse

ANDAMENTO TASSO D'INTERESSE	
PFN/EBITDA	AUMENTO O DIMINUZIONE DEL TASSO D'INTERESSE INIZIALE
< 2%	meno 0,30 punti di base
> 3,5%(o > 4 per il 2016)	più 0,70 punti di base
> 4,5%	più 1,50 punti di base

Fonte: elaborazione personale da informazioni presenti nel relativo documento di ammissione

Il tasso di interesse iniziale si applica all'interno dei valori del *covenant* finanziario compresi tra 2 e 3,5 (o > 4 per il 2016).

Nel regolamento sono previsti dei casi eccezionali di rimborso anticipato a favore degli obbligazionisti e fanno riferimento a determinati eventi rilevanti quali: cambio di controllo, mancato pagamento, mancato rispetto degli impegni, violazione del *covenant* finanziario PFN/PN, procedure concorsuali e crisi dell'emittente, procedimenti di esecuzione, liquidazione, protesti, iscrizioni, trascrizioni, invalidità o illegittimità, delisting, cross default dell'emittente, evento pregiudizievole significativo, certificazione dei bilanci, cessione dei beni, cessazione dell'attività e mancato rispetto di norme di legge o regolamentari.

Al verificarsi di uno di questi eventi rilevanti, i portatori dei titoli hanno la facoltà di richiedere il rimborso anticipato con richiesta scritta da inviarsi all'emittente per mezzo di posta elettronica certificata, almeno 20 giorni lavorativi prima della relativa data di rimborso anticipato.

All'articolo 11 vengono descritti tutti gli impegni che l'emittente deve mantenere nei confronti degli obbligazionisti per tutta la durata del prestito. Questi sono numerosi e sono raggruppati in 24 punti.

Fra gli impegni da mantenere vi è l'obbligo di rispettare i *covenants* finanziari quali PFN/PN ed unitamente PFN/EBITDA. Quest'ultimo è rilevante per il cambiamento del tasso di interesse da applicare al prestito (tabella 3.7), il primo invece deve rimanere all'interno di determinate soglie, pena la facoltà di rimborso anticipato dell'obbligazionista, quali: minore di 3 al 31/12/2016 e dal 31/12/2017 fino alla data di scadenza deve rimanere sotto 2,5.

Le motivazioni fornite all'articolo 8 del documento di ammissione sono le stesse del minibond del 2013: ovvero finanziare progetti di crescita del Gruppo sia per linee interne, mediante l'internazionalizzazione dell'offerta commerciale, sia linee esterne con l'acquisizione di aziende e con partecipazioni, anche di controllo.
L'azienda si riserva comunque la possibilità di destinare il ricavato dell'offerta al rifinanziamento del debito e alla diversificazione delle fonti di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario[32].
L'obiettivo rimane immutato e mira sempre al consolidamento della posizione di leader di settore in Italia e all'accrescimento della quota di mercato nello scenario estero.
In conclusione, si evidenzia come anche questo prestito obbligazionario sia stato concluso con successo, grazie alla sottoscrizione di 12 milioni da parte dei fondi di private debt di Anthilia Capital Partners sgr, 2 milioni dal fondo Euregio minibond di PensPlan Invest sgr (da sottolineare come tale società, dopo aver investito nel minibond del 2013, primo investitimento di PensPlan su territorio regionale, abbia sottoscritto nuovamente parte di questo minibond. Ciò fa dedurre che la fiducia di PensPlan verso GPI Group non è cambiata, ma anzi si è consolidata) e il milione rimanente da un gruppo di banche regionali.

3.1.4 LA QUARTA EMISSIONE: "GPI S.P.A. – 3% 2017 - 2022"

L'ultima emissione di minibond, fino ad ora, da parte di GPI è stata effettuata a conclusione del 2017 con un collocamento di 20 milioni di euro a dimostrazione, per valore e condizioni, dell'accresciuta confidenza che il mercato manifesta nei confronti della società.
Il prestito obbligazionario, denominato "GPI S.P.A. – 3% 2017 - 2022", quotato sul segmento ExtraMot Pro presenta le seguenti caratteristiche tecniche:

[32] Fonte: GPI Group, documento di ammissione "GPI S.P.A. – 4,3% 2016 – 2023"

Tabella 3.8: caratteristiche tecniche dell'emissione

CARATTERISTICHE TECNICHE	
Ammontare complessivo:	20.000.000
Codice ISIN:	IT0005312886
Data emissione:	30 novembre 2017
Data godimento:	30 novembre 2017
Durata:	fino al 31 dicembre 2022
Rimborso:	alla pari (100%), inizio nel 2021 e fine nel 2022
Interessi:	tasso fisso nominale annuo del 3%
Pagamento interessi:	posticipato semestrale, prima data di pagamento 30 giugno 2021

Fonte: elaborazione personale da informazioni presenti nel relativo documento di ammissione

Inoltre, è costituito da 400 titoli obbligazionari al portatore del valore nominale unitario di Euro 50.000,00 ciascuno.

Questi, essendo il prestito quotato su ExtraMot Pro, sono destinati alla sottoscrizione dei soli investitori professionali anche in caso di successiva circolazione.

I titoli non sono convertibili in azioni, né in strumenti partecipativi del capitale sociale né di qualsiasi altra società.

Anche in questo caso il prestito è stato strutturato con un rimborso di tipo *amortising,* il cui piano di ammortamento è il seguente:

Tabella 3.9: caratteristiche tecniche dell'emissione

Piano ammortamento singola obbligazione			
Data	Valore nominale residuo singola obbligaz.	Rimborso quota capitale singola obbligaz.	% di rimborso quota capitale cumulata
30/11/2017	50.000		
30/06/2018	50.000	0	0,00%
31/12/2018	50.000	0	0,00%
30/06/2019	50.000	0	0,00%
31/12/2019	50.000	0	0,00%
30/06/2020	50.000	0	0,00%
31/12/2020	50.000	0	0,00%
30/06/2021	37.500	12.500	25,00%
31/12/2021	25.000	12.500	50,00%
30/06/2022	12.500	12.500	75,00%
31/12/2022	0	12.500	100,00%

Fonte: riadattamento della tabella presente nel relativo documento di ammissione

Si vede come il piano sia strutturato in un periodo di preammortamento tale per cui il rimborso comincia a partire dalla data di pagamento che cade il 30/06/2021 fino alla data di scadenza.

I titoli sono fruttiferi di interessi a partire dalla data di pagamento e, fatti salvi i casi di rimborso anticipato a favore degli obbligazionisti e dell'emittente, vengono corrisposti in via posticipata, su base semestrale al tasso fisso nominale annuo lordo pari al 3%. Questo valore è fisso e non vi sono variabili tali per cui possa aumentare o diminuire nel corso degli anni.

Come appena sottolineato, nel regolamento agli articoli 9 e 10 sono previste rispettivamente delle possibilità di rimborso anticipato a favore dell'emittente e a favore degli obbligazionisti.

Per quanto riguarda il primo caso, l'emittente deve rispettare determinate condizioni in base alla data in cui viene esercitata la facoltà di rimborso anticipato, in particolare:

- se esercitato alla data di pagamento del 30/06/2021, pagherà il 101,50% del valore nominale residuo dei titoli
- se esercitato alla data di pagamento del 31/12/2021, pagherà 101% del valore nominale residuo dei titoli

- se esercitato alla data di pagamento del 30/06/2022, pagherà 100,75% del valore nominale residuo dei titoli

Nel caso di rimborso anticipato a favore degli obbligazionisti si fa sempre riferimento ai c.d. eventi rilevanti quali: cambio di controllo, mancato pagamento, mancato rispetto degli impegni, procedure concorsuali o crisi dell'emittente, procedimenti di esecuzione, liquidazione, protesti iscrizioni e trascrizioni, invalidità o illegittimità, *delisting*, *cross default* dell'emittente, evento pregiudizievole significativo, certificazione dei bilanci, cessione dei beni, cessazione dell'attività, mancato rispetto di norme di legge o regolamentari.

Come sempre GPI Group per il successo dell'operazione deve rispettare una serie di impegni elencati all'articolo 12 del regolamento del prestito tra cui la non violazione dei *covenants* finanziari, ovvero:

- PFN / EBITDA < 3,5
- PFN / PN < 2,5

Per quanto riguarda l'uso dei proventi del prestito e quindi delle motivazioni, prima ancora dell'utilizzo a supporto dello sviluppo aziendale per linee interne ed esterne esso viene evidenziato come principale uso il rifinanziamento del debito ivi incluso il riacquisto parziale dei titoli obbligazionari quotati e non quotati (come il rimborso del minibond "GPI fixed rate 2015-2025") attualmente in essere[33].

In conclusione, anche l'ultima operazione d'emissione obbligazionaria è terminata con successo grazie alla sottoscrizione e al versamento a fine novembre 2017 dell'intero ammontare da parte di 20 investitori, tra i quali il Fondo Strategico Trentino Alto Adige, Labofonds, Plurifonds, Volksbank e Euregio Minibond.

3.2 IL RISPETTO DEI REQUISITI MINIMI D'EMISSIONE DA PARTE DI GPI GROUP

Ai fini della tesi, in primo luogo ci si focalizzerà sui requisiti minimi richiesti dall'*arranger* per poter usufruire di un prestito obbligazionario. Dal momento che

[33] Fonte: GPI Group, documento di ammissione "GPI S.P.A. – 3% 2017 - 2022"

la storia aziendale e la realizzazione con successo di quattro emissioni obbligazionarie sono argomenti già trattati e conosciuti, non si andrà a verificare se tali requisiti siano stati soddisfatti ma ci si concentrerà in particolar modo sul come GPI Group li abbia adempiuti.

Banca Finint, che ha seguito tutte e quattro le operazioni in qualità di arranger, impone alle imprese emittenti dei requisiti di natura differente[34]:

- *requisiti oggettivi*, imprese rientranti nella categoria delle PMI con un fatturato compreso tra i 20 mln e i 500 mln, aventi gli ultimi due bilanci approvati di cui l'ultimo sottoposto a revisione legale, con una situazione di *good standing* e non rientranti nella categoria delle start-up o interessate da *turnaround*;
- *requisiti qualitativi,* ovvero vi deve essere un utilizzo specifico dei proventi come già evidenziato nel capitolo 1, e deve appartenere a settori specifici come industria meccanica, industria manifatturiera, infrastrutture e trasporti, aziende di servizi…
- *requisiti quantitativi*, ossia: 1) EBITDA margin > 5%
  2) PFN / EBITDA < 5x
  3) PFN / PN < 2,5x
  4) EBITDA / OF > 3x

In questo paragrafo ci si concentrerà sui requisiti quantitativi (in merito alle altre due tipologie si è già discusso abbondantemente nei paragrafi precedenti) e su come l'azienda li abbia soddisfatti per le quattro emissioni obbligazionarie. A tale proposito si riporta la tabella 3.10 con i relativi valori dal 2013 al 2017 (anche se non è stata emessa alcuna obbligazione sono presenti anche i valori del 2014 per fornire una visione completa degli andamenti).

[34] Banca Finint, Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese, 2018

Tabella 3.10: Requisiti minimi d'emissione per Banca Finint e relativo andamento in GPI Group

Requisiti minimi		2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA margin	> 5%	16,6%	16,8%	16,6%	14,8%	14,4%
PFN / EBITDA	< 5	2,14	2,18	2,5	0,49	1,97
PFN / PN	< 2,5	1,73	1,60	2,4	0,16	0,79
EBITDA / OF	> 3	6,14	7,2	7,9	8,2	11,6

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

Come si può notare dalla tabella 3.10, GPI Group è sempre rientrata all'interno delle soglie imposte dai requisiti minimi richiesti da banca Finint per le imprese intenzionate ad emettere minibond.

La cosa interessante da evidenziare però è il livello degli indicatori societari registrati, nello specifico:

- EBITDA margin che deve essere maggiore del 5%, mantiene ogni anno, anche nel 2014 in cui non sono stati emessi minibond, un valore superiore al 14% ovvero 10 punti percentuale al di sopra del minimo consentito.
- PFN / EBITDA che deve essere inferiore a 5x, non solo permane su valori ottimali attorno a 2x ma nell'ultimo biennio scende al di sotto di tale valore, sinonimo di un grado di salute societario ottimale poiché l'azienda riesce a produrre, con la gestione caratteristica, risorse sufficienti a mantenere basso il rischio finanziario. Inoltre è importante ricordare che l'azienda con l'emissione dei minibond, in particolare le ultime tre, deve rispettare i c.d. *covenants* finanziari di cui si è parlato nei paragrafi precedenti. Sul rapporto PFN / EBITDA, che rientra tra tali *covenants*, vigono per la precisione tre soglie differenti:
  - per il minibond del 2015 (par. 3.1.2) PFN / EBITDA < 4x;
  - per il minibond del 2016 (par. 3.1.3) il valore del rapporto incide sul tasso di interesse, ovvero se inferiore a 2x allora il tasso d'interesse diminuisce di 0,3 punti di base, se superiore a 3,5x aumenta di 0,7 e se superiore a 4x aumenta di 1,5;
  - per il minibond del 2017 (par. 3.1.4) PFN / EBITDA < 3,5x.

Come si può vedere, GPI Group oltre a rispettare i limiti dei minibond del 2015 e del 2017, nel 2016 e nel 2017 riduce il rapporto mantenendolo sempre al di sotto di 2x riuscendo in tal modo a ridurre il tasso di interesse del minibond del 2016 di 0,3 punti di base migliorandone di conseguenza le condizioni economiche di partenza;

- PFN / PN minore di 2,5x, i valori rientrano sempre al di sotto della soglia minima presentando per di più una riduzione costante nel tempo a rappresentare un miglioramento della solidità dell'equilibrio tra mezzi di terzi e mezzi propri. Inoltre il rapporto PFN / PN costituisce un *covenant* finanziario derivante dalla stipula dei minibond del 2015 e quello del 2017. Nel primo l'azienda deve mantenere il rapporto al di sotto di 3x nel secondo di 2.5x e da quanto si evince dalla tabella 3.10 i valori nell'ultimo biennio rimangono abbondantemente sotto l'1x;
- il rapporto EBITDA / OF, registra un andamento crescente avente inizio nel 2013 con un valore di 6,14x per arrivare nel 2017 a 11,6x sempre ben oltre il limite minimo di 3x.

Quello che si può notare quindi, è come GPI Group non solo rispetti i requisiti imposti da Banca Finint per tutti gli anni con o senza emissione di minibond, ma anche come mantenga dei valori estremamente positivi in relazione alle soglie minime da rispettare. Questi sono dei risultati estremamente positivi per l'azienda in quanto apportano maggior fiducia e visibilità tra investitori e finanziatori con maggiore possibilità di attrarre capitale e fonti di finanziamento per supportare i numerosi progetti di crescita.

3.3 ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DI GPI GROUP: IMPATTI E BENEFICI DELLE EMISSIONI DI MINIBOND

Dopo aver presentato nei paragrafi precedenti l'azienda e le quattro operazioni d'emissione di minibond da un punto di vista descrittivo, si è ritenuto opportuno ai fini della tesi e per giungere a comprendere gli impatti e i benefici dei minibond sulla struttura societaria, analizzare la situazione economico-finanziaria di GPI

GROUP dal punto di vista quantitativo. A tale proposito, attraverso questo studio analitico, si cercherà di mettere in luce il percorso di crescita intrapreso dall'impresa, riscontrabile nelle variazioni degli aggregati e dei ratios economici di bilancio, concentrandosi sempre sul fattore chiave quale il minibond.

L'arco temporale preso in considerazione dal seguente studio fa riferimento agli anni dal 2013 al 2017, ovvero da quando l'azienda ha cominciato ad emettere i minibond e da quando, di conseguenza, sono stati redatti e resi disponibili al pubblico i bilanci consolidati, fino all'anno dell'ultima emissione.

È di fondamentale importanza sottolineare che, a causa della transizione nel 2016 dai principi contabili nazionali OIC ai principi contabili internazionali IFRS, il confronto tra i bilanci redatti fino al 2015 e i successivi è scarsamente significativo a causa della diversa composizione delle voci di bilancio.

Si procederà quindi ad un'analisi separata, con un confronto inizialmente tra gli anni 2013, 2014 e 2015 conformi agli OIC e successivamente tra i bilanci 2015 (i cui valori sono stati revisionati all'interno del bilancio 2016), 2016 e 2017 redatti seguendo gli IFRS.

Ove è possibile però, per alcune voci di bilancio e per alcuni aspetti quantitativi verrà fornita una panoramica generale mettendo in luce il percorso complessivo intrapreso da GPI nel corso di questi 5 anni.

3.3.1. DATI SIGNIFICATIVI ED INDICATORI

Si procede quindi, con la presentazione di alcuni dati e indicatori finanziari di sintesi, in particolar modo con le voci principali del conto economico e dello stato patrimoniale riclassificati.

Com'è stato detto, i dati sono stati raccolti dai bilanci consolidati e suddivisi in due tabelle: una dal 2013 al 2015 e una dal 2015 al 2017 in modo tale da poterli confrontare in base ai principi contabili con cui sono stati calcolati.

Tabella 3.11: Principali aggregati/indicatori del CE e dello SP riclassificati

(valori in migliaia di Euro)	2013	2014	2015
Totale valore della produzione	63.482	73.870	98.212
EBITDA	10.534	12.374	16.267
% EBITDA su valore produzione	16,6%	16,8%	16,6%
EBIT - Risultato operativo	5.910	6.762	5.746
% EBIT su valore produzione	9,3%	9,2%	5,9%
Risultato ante imposte	3.960	4.892	3.339
Risultato netto	2.802	2.575	1.615
Patrimonio netto	13.016	16.899	17.125
Immobilizzazioni	19.563	22.103	35.617
Disponibilità liquide	7.131	3.081	18.973
Totale attivo	73.114	76.993	115.873
Capitale investito netto	35.595	43.866	58.037
Posizione Finanziaria Netta	22.579	26.968	40.912

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Dalla tabella 3.11 si può notare chiaramente come dal 2013 al 2015 GPI GROUP abbia intrapreso un significativo percorso di crescita e di sviluppo, passando da un valore della produzione di 63 mln a quasi 100 mln: un aumento del 54,9% dovuto principalmente da una componente di crescita interna e da una componente di crescita ottenuta tramite la realizzazione di operazioni di M&A. Ad esempio, quando nel 2015 il gruppo ha messo a segno un +33% sul valore della produzione, hanno inciso per il 18% la crescita interna e per il 15% le operazioni di M&A.

Il valore dell'EBITDA che rappresenta il miglior indicatore per ciò che è la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa ovvero reddito considerando solo la gestione operativa, mostra un aumento di 6 mln in due anni, sospinto dall'ottima progressione commerciale aziendale. All'opposto però, se si fa riferimento EBITDA margin questo non presenta delle significative variazioni rimanendo sempre attorno al 16,6% del valore della produzione a causa dei continui cambiamenti intervenuti nel mix produttivo dovuti proprio dall'intensa attività di M&A.

Quello che si può notare quindi, è da un lato il costante miglioramento dell'EBITDA e dall'altro un aumento dei costi del personale, delle materie prime,

dei servizi e di funzionamento che hanno mantenuto il livello dell'EBITDA margin su valori sostanzialmente uguali a quelli degli anni precedenti.
Naturalmente, maggiore è l'EBITDA margin, minore è l'incidenza delle spese operative di una società sul fatturato.
Per quanto riguarda l'utile operativo netto o EBIT, si osserva, in termini assoluti, un relativo aumento nel 2014 seguito da una contrazione nel 2015 che lo riporta ai valori del 2013. In termini relativi, invece, nel 2015 perde più di 3 punti percentuale, passando da 9,2% a 5,9%. Tale riduzione è influenzata da due fattori: 1) dalla sensibile crescita degli ammortamenti, pari al 37%, a seguito degli ingenti investimenti effettuati in particolar modo sugli asset immateriali; 2) dallo stanziamento di uno specifico accantonamento a fondi rischi per la commessa "Molise".
Sempre sulla scia del processo di sviluppo intrapreso da GPI GROUP vediamo come il patrimonio netto dal 2013 cresca del 32% e come il totale attivo raggiunga i massimi livelli nel 2015 con 115 mln grazie ad un considerevole aumento di tre elementi patrimoniali: le immobilizzazioni immateriali con un +14,5 mln, le rimanenze (la voce "lavori in corso su ordinazione" +4,9 mln) e le disponibilità liquide (la voce "Depositi bancari e postali" +16 mln).
Le immobilizzazioni passano da 19,5 mln a 35 mln registrando un +82%, un risultato significativo dovuto a: 1) un incremento dell'attivo materiale in virtù di investimenti tecnici e per lavori interni ovvero investimenti riguardanti hardware e materiali funzionali alle dotazioni per le varie sedi; 2) la registrazione tra le immobilizzazioni immateriali sia degli avviamenti conseguenti all'acquisizione di Lombardia Contact e alle operazioni Evolvo GPI e GPI Technology sia della capitalizzazione di costi per progetti strutturati di ricerca e sviluppo e per l'avviamento di iniziative ad utilità pluriennale.
Una voce molto importante da prendere in considerazione per la nostra analisi è il capitale investito netto, calcolato come la somma tra il patrimonio netto e la posizione finanziaria netta.

A fine 2015 il valore ammonta a 58 mln con un incremento di 22,4 mln rispetto al 2013 ovvero +63%. Guardando alle fonti di finanziamento del capitale operativo, i mezzi propri raggiungono i 17,1 mln mentre in merito ai mezzi di terzi, la posizione finanziaria netta di 40,9 mln è conseguenza delle azioni di crescita interna ed esterna condotte dal Gruppo.

Andando a concludere il quadro sulle voci principali del conto economico e dello stato patrimoniale riclassificati, si procede con l'analisi dell'andamento aziendale per il periodo 2015 – 2017 dove i valori sono calcolati in base i principi contabili internazionali.

Importante sottolineare che il bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 è il primo bilancio del Gruppo ad essere stato predisposto in conformità agli IFRS comportando aggiustamenti particolarmente significativi per alcune voci di bilancio precedentemente determinati secondo i principi contabili italiani. In particolar modo il patrimonio netto e il risultato del Gruppo hanno subito dei cambiamenti significativi e, come ben sottolineato nel bilancio consolidato 2016, il passaggio ai nuovi principi contabili rende scarsamente significativo il confronto tra il 2016 e il 2015.

Tabella 3.12: Principali aggregati/indicatori del CE e dello SP riclassificati

(valori in migliaia di Euro)	2015	2016	2017
Totale valore della produzione	89.639	136.162	179.900
EBITDA	8.044	20.087	25.900
% EBITDA su valore produzione	9,0%	14,8%	14,4%
EBIT - Risultato operativo	2.460	14.777	15.900
% EBIT su valore produzione	2,8%	10,9%	8,8%
Risultato ante imposte	689	12.214	13.600
Risultato netto	-265	6.491	8.200
Patrimonio netto	4.260	61.337	64.339
Immobilizzazioni	34.450	52.883	98.200
Disponibilità liquide	18.572	71.843	39.936
Totale attivo	108.320	210.784	258.248
Capitale investito netto	42.019	71.243	115.500
Posizione Finanziaria Netta	37.759	9.901	51.000

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Il totale del valore della produzione continua il trend positivo cominciato nel 2013 raggiungendo a fine 2017 179,9 mln, un aumento in due anni del 100,7%: un valore estremamente indicativo del successo delle politiche di crescita attuate dal gruppo in questi anni. Le componenti che più hanno contribuito al raggiungimento di un tale risultato sono: la crescita interna che nel 2016 ha spinto con un +28% complessivamente contribuendo nel biennio per un totale del 34% e le operazioni di M&A realizzate, con un +26% a fine esercizio 2017, rapportate però non su base annuale ma sull'effettivo periodo di possesso.

Altro elemento da evidenziare è l'EBITDA che mostra in termini assoluti un aumento graduale ma, ragionando in termini relativi, in riferimento al valore della produzione, risulta in diminuzione se si considerano i risultati presentati nella tabella 3.12. In particolare l'EBITDA ma anche l'EBIT scontano gli effetti sia della valorizzazione al *fair value* degli strumenti derivati (warrant) utilizzati nell'apporto patrimoniale connesso alla quotazione e alla fusione con CFP1 sia dei costi sostenuti per l'acquisizione delle società Insiel Mercato e PCS.

Se si considerassero anche tali componenti L'EBITDA margin salirebbe a 16,1% ritornando in una situazione di normalità, mentre l'EBIT margin raggiungerebbe il suo picco più alto con un 12,2%.

Si può quindi affermare che l'andamento percentualizzato del Margine Operativo Lordo riflette la fase di integrazione industriale e organizzativa divenuta necessaria a seguito delle significative operazioni di crescita esterna realizzate nel biennio 2016/2017, per un totale di oltre 60 mln di investimenti.

Inoltre si evidenzia per una migliore lettura dei dati, che alcuni tra gli importanti investimenti operativi effettuati sia nel 2016 sia nel 2017, essenzialmente quelli realizzati nella seconda metà dell'esercizio, non hanno potuto pienamente esprimere il loro apporto alle voci ricavi e EBITDA nei rispettivi bilanci di chiusura d'esercizio. In qualsiasi modo, l'evoluzione delle marginalità riflette, come gran parte degli indicatori, la variazione del mix produttivo conseguente alla forte espansione del perimetro di consolidamento.

Altro elemento estremamente indicativo della crescita aziendale è il considerevole aumento del totale dell'attivo che passa da un valore attorno ai 110 mln a raddoppiare nel giro di due anni toccando i 258,2 milioni con una crescita percentuale del 138,4%.

Dalla situazione patrimoniale-finanziaria consolidata si osserva come tale impatto sia dovuto principalmente ad un effetto combinato di più voci: 1) aumento di 40 mln del valore delle attività immateriali nel 2017 grazie alle aggregazioni aziendali effettuate nel corso dell'esercizio; 2) incremento totale di 36 mln delle attività commerciali e delle attività da contratti con clienti 3) raddoppio nel biennio delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti, le quali però subiscono un forte riduzione dal 2016 al 2017 passando da 71,9mln a 40mln.

Tabella 3.13: Voci dell'attivo patrimoniale, andamento 2015 – 2016 – 2017

	2015		2016		2017
Attività immateriali	11.031	↑	33.181	↑	73.160
Attività derivanti da contratti con i clienti	16.589	↑	39.661	↑	63.103
Crediti commerciali e altri crediti	25.390	↑	29.923	↑	41.706
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	18.572	↑	71.843	↓	39.936

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

Per quanto riguarda il terzo punto, il notevole salto delle disponibilità liquide fa riferimento ai depositi a vista aumentati di 53mln nel 2016 a causa dell'apporto di cassa conseguente all'operazione straordinaria di fusione con la società Special Acquisition Purposes Company, relativa alla quotazione in borsa sul segmento AIM Italia.

Infine, si può osservare come di fronte a tali miglioramenti aziendali l'impresa confermi il processo di crescita anche attraverso un aumento del risultato netto chiudendo il 2017 con 8,2 milioni contro 6,5 del 2016.

Tabella 3.14: Panoramica complessiva su alcuni dei principali aggregati di bilancio

AGGREGATI	2013	2014	2015 OIC	2015 IFRS	2016	2017	var. %
tot. valore della produzione	63.482	73.870	98.212	89.639	136.162	179.900	183,4%
patrimonio netto	13.016	16.899	17.125	4.260	61.337	64.339	394,3%
totale attivo	73.114	76.993	115.873	108.320	210.784	258.248	253,2%
capitale investito netto	35.595	43.866	58.037	42.019	71.243	115.500	224,5%
posizione finanziaria netta	22.579	26.968	40.912	37.759	9.901	51.000	125,9%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Si considerino ora le fonti di finanziamento ovvero il capitale investito netto che segue esattamente la direzione di crescita aziendale attestandosi a fine esercizio 2017 a 115 mln.

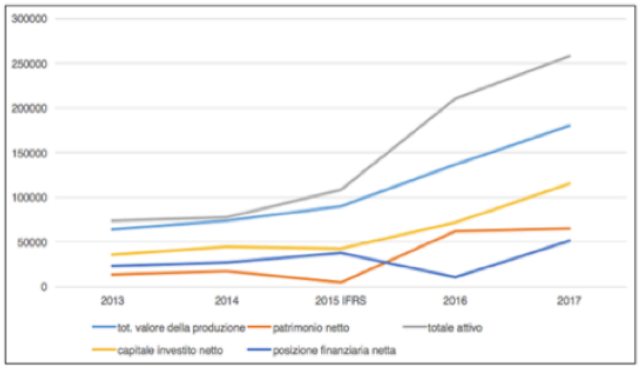
Per fornire una panoramica migliore su tale aggregato si analizzano separatamente le due componenti:

- il patrimonio netto consolidato riflette più di altre voci il percorso di rafforzamento patrimoniale, superando per la prima volta i 60 milioni di euro. In particolare il 2016 a livello di patrimonio netto consolidato è il risultato della fusione per incorporazione con la "SPAC" CFP1 e alla contestuale quotazione in borsa;
- la posizione finanziaria netta, sebbene si riassorba drasticamente nel 2016, l'aumento di 53 mln delle disponibilità liquide e di mezzi equivalenti nel 2017 raggiunge il suo massimo storico di 51 mln, riflettendo gli importanti investimenti in termini di immobilizzazione e circolante.

In conclusione è interessante fornire una panoramica completa, dal 2013 al 2017, per gli aggregati più significativi fino ad ora analizzati.

Andando ad osservare i dati della tabella 3.14 e il grafico 3.1 in particolar modo le variazioni percentuali delle varie voci

Grafico 3.1: Andamento complessivo degli aggregati di bilancio principali



Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

prese in considerazione, si nota chiaramente come l'azienda abbia attuato un solido progetto di sviluppo e realizzato con successo delle politiche di crescita per linee interne ed esterne. Due forti segnali sono per l'appunto il totale del valore della produzione, che segna un +183,4%, il totale dell'attivo che triplica abbondantemente il suo valore in 5 anni toccando un +253,2%.

Infine, il crescente aumento delle fonti di finanziamento – capitale investito netto +224,5% – necessario per il perseguimento e l'attuazione di tali strategie, è espressione della fiducia dei finanziatori verso l'azienda e conseguentemente della bontà delle operazioni aziendali effettuate.

Un altro elemento non ancora preso in considerazione nello studio, ma con un forte impatto nel mettere in luce gli sforzi di GPI GROUP nel consolidare la propria posizione di leader nel settore, sono le risorse umane (tabella 3.15).

Quest'ultime, infatti, sono al centro dell'interesse dell'impresa e rappresentano un fattore indispensabile per il successo e la crescita del gruppo. Inoltre il numero totale dei dipendenti, ovvero, impiegati, apprendisti, quadri, dirigenti e operai, è aumentato del 202,2% dal 2013 a fine esercizio 2017 raggiungendo un totale di 3904 dipendenti e l'incidenza dei costi nel conto economico è incrementata del 212,4%, dei chiari segni delle politiche espansionistiche messe in atto, in particolar modo riguardante l'aumento del perimetro sociale attraverso le operazioni di M&A.

Tabella 3.15: Andamento delle risorse umane dal 2013 al 2017

	2013	2014	2015	2016	2017	totale
RISORSE UMANE	1.292	1.544	2.600	3.375	3.904	202,2%
Variazione % annuale		19,5%	68,4%	29,8%	15,7%	
Costi del personale	32.745	38.327	53.451	79.593	102.303	212,4%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Proseguendo con lo studio analitico del caso aziendale, uno dei fattori più importanti da prendere in considerazione in particolar modo per il nostro scopo è il capitale investito netto.

Di quest'ultimo è già stato valutato l'andamento nel corso degli anni, ma quello che non è ancora stato osservato è il peso a livello percentuale della struttura

patrimoniale su di esso, attraverso il quale si riesce a comprendere la composizione e la gestione a livello operativo delle fonti di finanziamento.

Tabella 3.16: Struttura patrimoniale, % su capitale investito netto

	2014	2015 OIC	2015 IFRS	2016	2017
Capitale Circolante Netto	74,4%	58,3%	67,5%	51,2%	57,2%
Immobilizzazioni	50,4%	61,4%	82,0%	82,7%	85,1%
Altre Attività/(Passività) operative	(24,8%)	(19,7%)	(49,5%)	(33,8%)	(42,3%)
Capitale Investito Netto	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Netto	38,5%	29,5%	10,1%	86,1%	55,8%
Posizione Finanziaria Netta	61,5%	70,5%	89,9%	13,9%	44,2%
Totale Patrimonio Netto + PFN	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Come si può notare nella tabella 3.16 non vi sono i dati del 2013 in quanto non presenti all'interno dei bilanci aziendali (non è stato pertanto possibile calcolare autonomamente i valori percentuali).

Come emerso precedentemente dallo studio dei principali indicatori finanziari di sintesi GPI GROUP sta attuando, attraverso varie strategie d'investimento, un progetto di sviluppo che si riflette in un incremento di circa 20 punti percentuali dal 2016 del peso delle immobilizzazioni sul capitale investito netto. Inoltre altro elemento che si evince dalla lettura della tabella 3.16 è il grande successo ottenuto nella diversificazione delle fonti di finanziamento. Infatti, sebbene l'approvvigionamento da mezzi di terzi abbia toccato il suo valore massimo di 89,9% nel 2015 secondo i principi contabili IFRS, nel biennio successivo questo valore si è ridotto bruscamente assestandosi a 44,2% a fine 2017 con dall'altro lato un'incidenza del 55,8% dei mezzi propri.

Una grossa influenza su tale cambiamento, ovvero sulla composizione delle fonti di finanziamento, è attribuibile alla quotazione in borsa sul segmento AIM Italia che ha apportato nuovo capitale pari a 51 milioni di euro.

Prima di passare ad esaminare la composizione dei debiti societari, al fine di avere una visione completa di quella che era la situazione aziendale alla chiusura

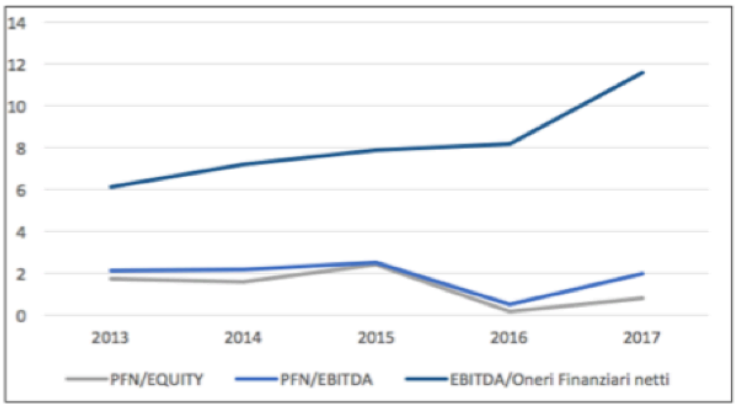
dell'ultimo bilancio, è interessante soffermarsi sui principali ratios economico/patrimoniali e di rendimento ricavabili dai vari bilanci.

Tabella 3.17: Ratios economici/patrimoniali e ratios di rendimento

	2013	2014	2015 OIC - IFRS	2016	2017
PFN/EQUITY	1,73	1,60	2,4 – 8,9	0,16	0,79
PFN/EBITDA	2,14	2,18	2,5 – 4,7	0,49	1,97
EBITDA/Oneri Finanziari netti	6,14	7,2	7,9 - 4,5	8,2	11,6
ROI (EBIT / CIN)	16,6%	15,4%	9,9% - 5,9%	20,7%	13,8%
ROE (UTILE NETTO / EQUITY)	21,5%	15,2%	9,4% - NS	10,6%	12,7%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Grafico 3.2: ratios economici/patrimoniali e ratios di rendimento



Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

Con riferimento ai dati della tabella 3.17, per ottenere una assoluta omogeneità delle grandezze e quindi per rendere possibile il confronto fra esse, è stato necessario ricalcolare alcuni valori i quali, dunque, non corrispondono a quelli riscontrabili nei bilanci aziendali.

Il PFN/EQUITY indica il rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri ed è uno strumento molto utile per il monitoraggio del rischio finanziario dell'impresa. Tale indicatore può essere letto attraverso una chiave di lettura quale:

- PFN/EQUITY < 3x, posizione di equilibrio
- 3x < PFN/EQUITY < 5x, situazione di rischio
- PFN/EQUITY > 5x, situazione di grave rischio

In base a questa suddivisione si può chiaramente notare come il rapporto PFN/EQUITY sia migliorato notevolmente nell'ultimo biennio scendendo sotto

l'unità, un cambiamento fisiologico se si considera la quotazione in borsa che ha aumentato sensibilmente i mezzi propri.

Quanto al rapporto PFN/EBITDA, rappresentando la capacità dell'impresa di produrre ricchezza per onorare i debiti contratti, minore risulta il rapporto maggiore è la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni. Il rapporto talvolta è anche utilizzato per calcolare rapidamente entro quanto tempo l'impresa potrà ripagare il proprio debito. Semplicemente, se il valore del rapporto è pari a 4x, a parità di condizioni, saranno necessari 4 anni per ripagare l'intero debito.

Anche in questo caso vi sono delle soglie di riferimento ovvero se il rapporto è superiore a 5x la situazione potrebbe risultare molto rischiosa mentre se è inferiore a 3x molto probabilmente è ottima.

In particolare nel nostro caso pratico si può osservare come i valori di PFN/EBITDA siano sempre ottimali in quanto si aggirano sempre attorno a 2x non considerando lo 0,47x del 2016, un dato poco significativo in quanto conseguenza di una serie di fattori eccezionali che hanno influenzato significativamente i valori a bilancio (principalmente la forte riduzione della PFN a fine esercizio 2016). Il 2017 infatti, segna un ritorno dei valori ad un livello fisiologico considerando quelli registrati nel passato.

In definitiva si può affermare che il gruppo possiede una buona capacità di remunerare i mezzi di terzi, favorendo di conseguenza le possibilità di ricevere nuovi finanziamenti da parte di investitori o banche che vedono in GPI Group un soggetto finanziariamente stabile e in grado di adempiere regolarmente agli impegni finanziari assunti.

Un altro segnale a sostegno della stabilità finanziaria di GPI GROUP è rappresentato dal livello di copertura degli oneri finanziari che si è consolidato sempre più nel corso degli anni passando da un 6,14x del 2013 a 11,6x nel 2017. Ciò è dovuto dal costante rafforzamento dell'EBITDA e da una incidenza sempre minore degli oneri finanziari netti nel bilancio aziendale che ci fa intuire come GPI

sia riuscita attraverso il processo di crescita a ottenere sia nei prestiti bancari che in quelli obbligazionari delle condizioni finanziarie più favorevoli.

Arrivando, ora, ad esaminare gli indici di redditività aziendale, ovvero ROE e ROI rispettivamente la redditività del capitale proprio e la redditività del capitale investito, si osserva come a livello generale entrambi gli indici presentino una graduale riduzione. Da evidenziare però che dal 2017 gli indici hanno preso direzioni differenti il ROE, infatti, ha guadagnato 2,1 punti percentuali dal 2016 mentre il ROI ne ha persi 6,9.

In conclusione, facendo riferimento alle analisi e ai risultati che si sono tratti fino ad ora si può ben affermare il successo delle politiche e delle strategie di espansione e di crescita realizzate da GPI GROUP, mostrando, in un periodo di 5 anni, ampi margini di miglioramento sia a livello patrimoniale che economico.

Questo incredibile percorso evolutivo aziendale è il risultato di un cambiamento radicale nella gestione e nella definizione delle strategie, reso possibile grazie, principalmente, all'apertura sociale verso il mondo del mercato dei capitali nel 2013 con l'emissione del primo minibond.

Infatti, come ricordato più volte, il nuovo strumento di finanziamento messo a disposizione per le PMI ha fornito a GPI Group, non solo nuovo capitale attraverso il quale finanziarsi ma anche, indirettamente, nuove opportunità e nuove conoscenze per poter sviluppare e migliorare il business aziendale.

I due passi più importanti da ricordare sono:

1. l'entrata nel 2013 come nuovo socio di Orizzonte SGR, società il cui operato non si limita all'apporto di capitale finanziario, ma consiste prevalentemente nell'affiancamento costante al management nella gestione aziendale, mettendo a disposizione la propria esperienza manageriale e imprenditoriale nella definizione delle strategie e delle linee guida finanziarie e gestionali, al fine di garantire le prospettive di crescita;
2. la partecipazione nel 2014 al programma di Borsa Italiana ELITE, iniziativa rivolta alle PMI italiane di alto profilo che desiderano compiere un salto di qualità rafforzando la propria struttura organizzativa, manageriale e

finanziaria. Borsa Italiana, infatti, offre alle aziende non quotate professionalità, network e capitali di norma accessibili a sole imprese quotate, proprio affinché le PMI riescano a strutturarsi e a cogliere le grandi opportunità dei mercati nazionali ed internazionali. Grazie a questo progetto GPI Group è riuscita: in due anni a quotarsi sul segmento AIM Italia aumentando notevolmente la propria visibilità e raccogliendo nuovo capitale per un valore superiore ai 51 milioni di euro necessario a sostenere le politiche espansionistiche aziendali; e in ulteriori due anni a quotarsi sul segmento MTA di Borsa Italiana dedicato ad imprese di media e grande capitalizzazione, sottolineando ancora una volta come il percorso intrapreso abbia portato l'impresa ad aver successo e a raggiungere degli obiettivi che, senza l'apertura al mondo del mercato dei capitali, non sarebbero mai rientrati nella view strategica societaria.

3.3.2. I MINIBOND E L'IMPATTO SULLA GESTIONE FINANZIARIA DELLE PASSIVITÀ

Dopo aver illustrato principalmente sia gli aggregati più significativi del conto economico e dell'attivo/passivo dello stato patrimoniale che gli indicatori di redditività più rilevanti, il tema da affrontare per una completa analisi della dinamica aziendale è la composizione dell'indebitamento.

Quest'ultima è altresì uno degli aspetti chiave della tesi, in quanto ciò che si vuole anche evidenziare con questo elaborato è come l'emissione di un prestito obbligazionario abbia modificato la composizione in particolar modo delle fonti di finanziamento e quindi in conclusione la struttura dei debiti.

Innanzitutto, si mette in evidenza a livello generale l'andamento delle passività, ovvero della voce di bilancio totale passività, la quale non considera tra le sue componenti il patrimonio netto ma è semplicemente la somma delle passività correnti e delle passività non correnti.

Tabella 3.18: Andamento del totale passivo dal 2013 al 2017

	2013	2014	2015 OIC	2015 IFRS	2016	2017	Var. %
Totale passività	60.098	60.094	98.748	104.060	149.447	193.909	222.7%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Si deduce da questi dati come il percorso di crescita di GPI GROUP abbia influenzato notevolmente il valore delle passività le quali nel corso del quinquennio hanno registrato un aumento del 222,7% ovvero di 133,8 milioni di euro.

Le questioni fondamentali da comprendere ora riguardano principalmente le voci di bilancio che hanno maggiormente influenzato i risultati e le motivazioni sottostanti alle variazioni.

Procedendo con una analisi sempre suddivisa in due periodi temporali dal 2013 al 2015 e dal 2015 al 2017 in relazione ai principi contabili applicati si può affermare che:

- dal 2013 al 2015 le voci di bilancio con una forte incidenza sul totale delle passività sono le obbligazioni, i debiti verso banche, i debiti verso fornitori, i debiti tributari e la voce altri debiti.

  Tabella 3.19: Principali voci di debito 2013-2015

	2013	2014	2015
Obbligazioni	3.750	10.250	16.750
Debiti vs banche	20.212	15.903	38.008
Debiti vs fornitori	12.203	11.088	17.001
Debiti tributari	6.649	8.080	4.380
Altri debiti	8.008	6.882	7.871
Totale	50.822	52.204	84.010
Totale passività	60.098	60.094	98.748

  Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

  Andando ad osservare i dati più minuziosamente si può notare come la somma di queste componenti del debito rappresentino in tutti gli anni circa l'85% del totale delle passività. In particolare in questo triennio, ma con più rilevanza nel 2015, vi è un aumento considerevole sia delle obbligazioni che dei debiti verso banche. La motivazione principale alla base di queste variazioni risiede nella necessità aziendale di raccogliere finanziamenti, soprattutto a medio/lungo termine,

volti a coprire i fabbisogni finanziari derivanti dalle numerose acquisizioni effettuate dal gruppo. Per quanto riguarda, comunque, le obbligazioni, i debiti verso banche e le acquisizioni ci si soffermerà in modo più dettagliato successivamente.

- considerando invece, i dati dal 2015 al 2017, iscritti secondo i nuovi principi contabili internazionali, vi sono essenzialmente tre aggregati di bilancio con forte impatto sul totale delle passività quali le passività finanziarie non correnti, i debiti commerciali e altri debiti e le passività finanziarie correnti.

  Tabella 3.20: Principali voci di debito 2015-2017

	2015	2016	2017
Passività finanziarie non correnti	38.321	50.894	62.932
Debiti commerciali e altri debiti correnti e non	33.461	51.262	77.297
Passività finanziarie correnti	21.449	35.358	34.112
Totale	93.231	137.514	174.341
Totale passività	104.060	149.447	193.909

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

  Innanzitutto con l'applicazione degli IFRS le voci di bilancio sono completamente differenti e, invece di avere una suddivisione specifica come possono essere le voci obbligazioni o debiti verso banche, vi sono delle categorie più generiche che successivamente si andranno ad analizzare singolarmente.

  In riferimento a quest'ultime, se si vanno a considerare le componenti che le costituiscono, si risale sostanzialmente ai debiti verso banche, alle obbligazioni e ai debiti commerciali ovvero alle voci dei principi contabili nazionali.

  Quello che si nota a differenza del periodo precedente, è che in questo caso vi è un aumento dell'impatto sul totale delle passività: si passa infatti da una media del 85% ad una del 90%.

Proseguendo con l'analisi della passività è interessante considerare in un'ottica globale, ovvero dal 2013 al 2017, quelle voci di bilancio che presentano una omogeneità complessiva tale da poter effettuare un confronto tra i dati di bilancio redatti con gli OIC e quelli con gli IFRS.

A causa di questa transizione dei principi contabili per molti aggregati non si è riusciti a creare un andamento valido ma, per le voci di nostro maggiore interesse, ovvero per i debiti finanziari correnti e non correnti, si è potuto definire con esattezza il percorso evolutivo.

L'attenzione dunque, ora si concentrerà su un'analisi dei debiti bancari e delle obbligazioni, ovvero del capitale ottenuto attraverso le operazioni di emissione di minibond.

I debiti bancari per quanto riguarda il mondo delle PMI hanno rappresentato, come si è già parlato nel capitolo precedente, la principale fonte di finanziamento a supporto dei progetti aziendali. GPI GROUP, infatti, raffigurava fino al 2012 il tipico modello di PMI che reperiva le risorse finanziarie necessarie alla propria attività tramite, per l'appunto, il canale bancario e con ricorso a strumenti tradizionali (contratti di leasing, affidamenti bancari a breve e factoring) e tramite finanziamenti infragruppo derivanti dai flussi della gestione operativa delle imprese controllate. I problemi di una simile struttura non hanno tardato a presentarsi e nel 2013, a causa del rischio paese, l'impresa ha dovuto cominciare a guardare altrove per poter continuare con i progetti espansionistici.

I dati riscontrabili nei bilanci rispecchiano perfettamente un cambiamento di rotta nelle politiche aziendali per quanto riguarda la gestione delle passività.

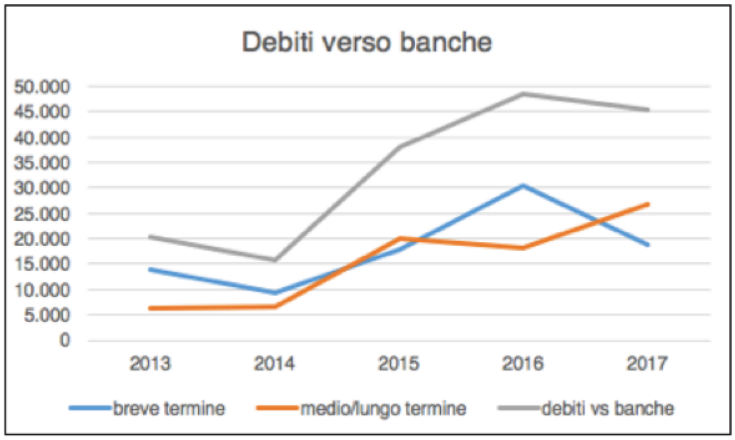
Tabella 3.21: Debiti verso banche entro l'anno e oltre l'anno

Debiti verso banche	2013	2014	2015	2016	2017
Mutui passivi e finanziamenti entro l'anno	13.861	9.395	18.009	30.326	18.757
Mutui passivi oltre l'anno	6.351	6.508	19.999	18.143	26.738
Totali annuali	20.212	15.903	38.008	48.469	45.495

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Anche solo osservando i dati dell'andamento dei debiti bancari del grafico 3.3, si nota come nel corso dei cinque anni aumentino, anche se non in modo costante. Il 2015 presenta un delta di 23 milioni dovuto in particolare ad un prestito stipulato con Unicredit S.p.a. per un importo complessivo di 10 milioni di euro. Nell'ultimo biennio i finanziamenti bancari si sono stabilizzati attorno ai 45 milioni con una notevole differenza nella composizione del debito: il 2017, infatti, presenta un migliore equilibrio della gestione attuale e prospettica dei fabbisogni in quanto l'azienda non solo ha ridotto i debiti verso banche di 3 milioni ma ha anche ribilanciato la struttura chiudendo posizioni a breve (più onerose) ed incrementando quelle a medio/lungo termine (meno onerose).

Grafico 3.3: Debiti verso banche



Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Il cambio di tendenza del 2016, come si può notare anche dal grafico 3.3, è un chiaro segnale di come l'azienda abbia riorganizzato la gestione finanziaria e di come i capitali raccolti attraverso le emissioni obbligazionarie perseguano obiettivi di rifinanziamento del debito.

Quanto appunto alle obbligazioni, ovvero operazioni di emissione di minibond, di cui si è parlato trattato nella prima parte del capitolo, queste rivestono un aspetto fondamentale della gestione finanziaria dell'impresa.

I minibond, infatti, sono stati un fattore chiave aziendale per poter intraprendere il percorso di crescita, in quanto oltre a fornire una nuova opportunità di raccolta di capitale, essenziale per colmare i deficit bancari degli ultimi anni, hanno introdotto l'impresa nel mondo finanziario. Già con la prima emissione nel 2013 GPI GROUP ha apportato a livello societario un cambiamento radicale che mai prima di allora aveva affrontato e che mai avrebbe affrontato se non fosse stata

in qualche modo costretta a cambiare la propria visione strategica. Passa infatti, da socio unico, a stringere un accordo con Orizzonte SGR che rileva il 10,3% della società diventando il primo socio esterno all'impresa: da questa collaborazione, sorta grazie proprio alla crisi del sistema bancario e alla necessità di nuovi fondi per continuare l'attività, l'impresa comincia ad intraprendere strade completamente nuove e al di fuori delle precedenti prospettive aziendali, come l'iscrizione al programma ELITE di Borsa Italiana. Quest'ultimo ha rappresentato una svolta nel percorso finanziario aziendale, in quanto l'impresa si è prefissata un progetto di crescita finalizzato alla quotazione in Borsa. GPI Group infatti, prima si è quotata su AIM attraverso la fusione con CFP1 e ora è sbarcata sul segmento MTA di Borsa Italiana.

Le obbligazioni, dunque, rivestono un ruolo significativo all'interno dell'azienda e il ricorso per ben quattro volte a questo strumento evidenzia ancora di più sia l'importanza a livello societario del minibond sia quanto GPI abbia raggiunto un elevato livello di fiducia tra gli investitori. A tale proposito è interessante riportare le parole di Simone Brugnera, Responsabile Area Minibond di Banca Finint, che evidenziano proprio questo aspetto: *"È interessante sottolineare che lo strumento, nonostante si tratti della prima emissione di Minibond con un rendimento così contenuto per titoli di pari durata, ha raccolto l'interesse di una platea eterogenea di investitori tra fondi specializzati, fondi pensione, fondi PIR, assicurazioni, banche, confidi, fondazioni, superando abbondantemente l'importo previsto. È un chiaro indice che il mercato dei capitali premia gli emittenti, come GPI, che hanno una credit story di successo"* (Simone Brugnera, 2017, p.1). Concetti ribaditi inoltre, anche dal Presidente di GPI Group Fausto Manzana il quale sottolinea come l'emissione del quarto minibond dimostri, per valore e condizione, l'accresciuta confidenza del mercato dei capitali nei confronti della società[35].

[35] Fonte: Comunicato stampa GPI Group, Chiuso collocamento minibond di 20 mln di euro, 2017

Tabella 3.22: Panoramica sulle obbligazioni in essere al 31.12.17

Ammontare	Valore nominale di rimborso	Cedola	Data di emissione	Data di scadenza	Valore di mercato al 31.12.17
12.000€	12.000€	5,50%	23/12/2013	30/06/2018	12.322€
4.750€	4.750€	4,25%	29/12/2015	31/01/2025	4.750€
15.000€	15.000€	4,30%	01/06/2016	31/10/2023	15.000€
20.000€	20.000€	3,00%	30/11/2017	31/12/2022	20.000€

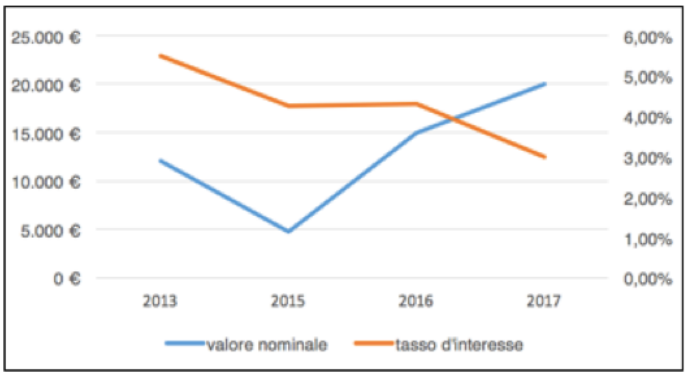
Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Dalla tabella 3.22 si possono notare immediatamente due particolari andamenti: innanzitutto come gli importi delle emissioni, più nello specifico di quelle quotate sul segmento ExtraMot Pro, siano aumentati nel corso degli anni; secondo, gli oneri finanziari ovvero i tassi di interesse, sono diminuiti drasticamente passando da 5,50% a 3,00%, una differenza di 2,50 punti percentuale.

Le cause principali di queste variazioni, entrambe positive per l'azienda, sono essenzialmente due:

1) la ***crescita dimensionale*** dell'azienda ha favorito il potere contrattuale e la possibilità di ottenere dei prestiti di importo maggiore soprattutto in relazione al fatto che le politiche e le strategie attuate negli anni hanno effettivamente prodotto dei risultati positivi. Infatti, come conseguenza all'importante fenomeno di crescita, gli indicatori di bilancio e i ratios economici-finanziari sono migliorati, avvantaggiando l'impresa in fase di negoziazione delle condizioni dei minibond e non solo.

Grafico 3.4: importo obbligazione vs tasso d'interesse

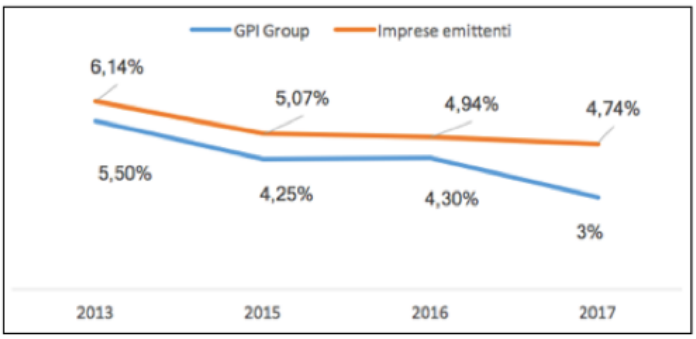


Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

2) il ***rating aziendale***. GPI GROUP infatti, prima del 2016 non aveva mai richiesto un rating pubblico. In data 22 aprile 2016 viene assegnato un primo rating pari a B1.1, livello attribuito ad azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari che per contro potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento[36]. Questa prima valutazione ha subito apportato dei vantaggi determinando un abbassamento del tasso d'interesse da 5,5% del minibond 2013 a 4,3% del minibond 2016 (si considerano i minibond di importi superiori ai 10 milioni e quotati sul segmento ExtraMot Pro). Il passo successivo, è avvenuto il 22 aprile 2017 quando Cerved Rating Agency ha elevato il rating della società da B1.1 a A3: ciò ha consentito un'ulteriore abbassamento degli oneri finanziari.

Questo giudizio, assegnato in considerazione di alcuni assunzioni come la crescita dei ricavi, il mantenimento della marginalità, la dinamicità nelle operazioni di M&A e passaggio al segmento MTA/STAR a fine dicembre 2018, ha garantito alla società una notevole riduzione del tasso d'interesse. Per quanto riguarda il tasso d'interesse delle cedole, è interessante osservare come GPI Group, se confrontata con il campione di imprese emittenti minibond analizzato dall'Osservatorio di Milano, riesca a mantenere per tutte le quattro emissioni di minibond un tasso d'interesse inferiore alla media di tale campione come raffigurato nel grafico 3.5.

Grafico 3.5: GPI Group vs imprese emittenti minibond: confronto fra tassi d'interesse



Fonte: elaborazione personale dati report dell'Osservatorio di Milano e documenti di ammissione dei minibond GPI

[36] Fonte: Cerved Rating Agency, metodologia di rating, 2014

Le obbligazioni, come già detto in precedenza, ricoprono un ruolo essenziale in azienda in quanto oltre ad apportare nuovo capitale vanno a migliorare la gestione finanziaria garantendo sia una maggior diversificazione del debito, riducendo la dipendenza bancaria e limitando tutti i rischi connessi a questo fenomeno, sia un miglioramento degli indici di bilancio.

Una delle più grandi criticità del PMI italiane, come si è visto nel primo capitolo, è il forte indebitamento verso le banche: appare interessante, quindi, per il nostro caso di studio analizzare come la gestione finanziaria in particolare la diversificazione delle fonti di finanziamento si sia comportata nel corso dei 5 anni.

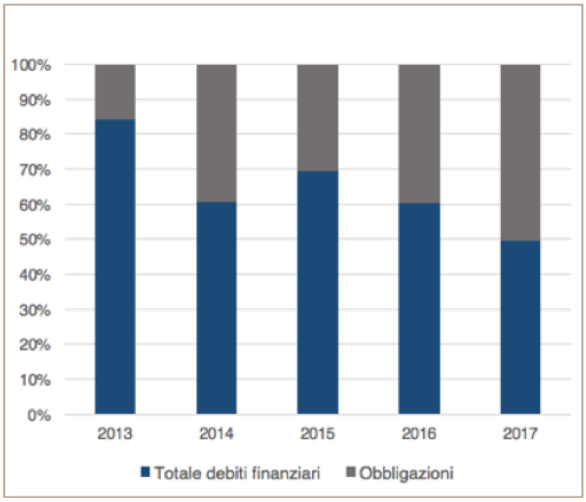
Tabella 3.23: Diversificazione delle fonti di finanziamento esterne

	2013	2014	2015	2016	2017
Totale debiti bancari	20.212	15.903	38.008	48.469	45.495
Obbligazioni	3.750	10.250	16.750	31.750	46.186
Obbligazioni / totale debiti	15,6%	39,2%	30,6%	39,6%	50,4%

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Quello che si può immediatamente dedurre sia dai dati della tabella 3.23 sia dal grafico 3.6 è il significativo aumento della diversificazione del debito finanziario (il 5% di questo aggregato è rappresentato da altre voci qui non presenti in quanto considerate irrilevanti vista la bassa incidenza percentuale). La presenza di una componente di debito stabile e di lungo termine, come le obbligazioni, supporta la capacità di implementare nuovi investimenti e rafforza le prospettive di crescita nonchè il posizionamento competitivo delle PMI italiane nel medio lungo termine.

Grafico 3.6: Debiti finanziari vs obbligazioni



Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

l'evoluzione tra il 2012, quando l'azienda non presentava in bilancio alcun importo sotto la voce obbligazioni, ed il 2017 quando il capitale raccolto con i minibond

supera quello bancario, mette chiaramente in evidenza l'impegno societario nel raggiungere l'obiettivo di diversificazione del debito.

Quest'ultima infatti, è una tematica sempre presente tra le motivazioni riscontrabili all'interno dei documenti di ammissione dei minibond, a dimostrazione dell'impegno aziendale nella gestione finanziaria.

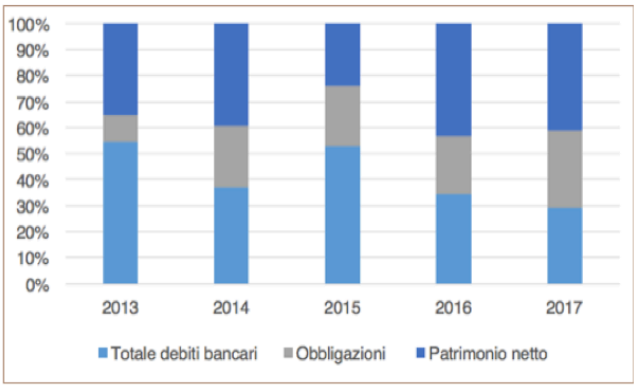
A tale proposito, se si considerano tutte le fonti di finanziamento, ovvero quelle con maggiore impatto sul bilancio e sulla gestione sociale, si può notare come l'impresa negli anni abbia sempre più cercato fonti di finanziamento alternative al canale bancario.

Tabella 3.24: Diversificazione delle fonti di finanziamento

Diversificazione fonti di finanziamento	2013	2014	2015	2016	2017
Totale debiti bancari	20.212	15.903	38.008	48.469	45.495
Obbligazioni	3.750	10.250	16.750	31.750	46.186
Patrimonio netto	13.016	16.899	17.125	61.337	64.339

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Grafico 3.7: Fonti di finanziamento interne ed esterne



Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Come si può osservare la composizione delle fonti di finanziamento sia esterne che interne ha subito un cambiamento radicale. Nel 2013 i debiti bancari rappresentavano l'apporto maggiore di finanziamento, pari al 54,7% del totale, superiore, quindi, all'ammontare complessivo delle obbligazioni e del patrimonio netto. Nell'ultimo biennio questo andamento si è invertito, come dimostra il grafico 3.7. Le fonti derivanti dal canale bancario sono scese sotto il 30% mentre patrimonio netto ed obbligazioni costituiscono rispettivamente il 41,2% ed il 29,7%.

Il quadro delle fonti di finanziamento appena delineato definisce un'impresa che ha saputo adattarsi in modo ottimale ai cambiamenti economico-finanziari ed ha

saputo affrontare con successo la crisi e il fenomeno del *credit crunch* allargando i propri orizzonti e intraprendendo percorsi del tutto al di fuori dalle dinamiche aziendali che avevano caratterizzato la "vecchia" GPI SPA.

I progressi nel campo della gestione finanziaria non sono solo ravvisabili unicamente attraverso un'analisi delle fonti di finanziamento, ma quanto detto fino ad ora si rispecchia anche negli indicatori di autonomia finanziaria e di copertura i quali registrano dei valori fisiologici delineando un ottimo equilibrio aziendale.

Grafico 3.25: Autonomia finanziaria GPI Group 2013 – 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Autonomia finanziaria	17,8%	21,9%	14,8%	28,3%	24,9%

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group

L'autonomia finanziaria, calcolata come rapporto tra patrimonio netto e impieghi, e conseguentemente anche la dipendenza finanziaria esprimono un netto miglioramento dal 2013 grazie al significativo aumento delle fonti di finanziamento interne apportate attraverso le numerose operazioni di M&A e alla quotazione su segmento AIM Italia.

Tabella 3.26: Indici di liquidità e di solidità patrimoniale

Liquidità, copertura	2013	2014	2015	2016	2017
Attività a breve / passività a breve (commerciale)	-	1,5	1,5-3,2	2,7	3,2
Debiti finanziari lungo termine / immobilizzazioni	-	0,9	1,1-1,2	1,0	0,6

Fonte: elaborazione personale dei dati presenti nei bilanci consolidati di GPI GROUP

Quanto agli incidi di liquidità, espressione della capacità dell'impresa di onorare gli impegni finanziari a breve termine attraverso le risorse finanziarie che si rendono disponibili nello stesso arco temporale, e agli indici di copertura a lungo termine che misurano la solidità patrimoniale, entrambi rispecchiano il percorso aziendale delineato fino ad ora: sia l'indice di liquidità che quello di copertura registrano dei miglioramenti, soprattutto il primo di essi, ad evidenza di come l'azienda abbia migliorato la propria gestione finanziaria non solo da un punto di vista di differenziazione delle fonti di finanziamento ma anche sotto l'aspetto di

matching tra fonti e impieghi e della struttura dell'indebitamento finanziario che esprime un ottimo equilibrio pur in concomitanza dell'importante strategia di investimenti condotta dall'azienda nel corso degli anni.

In sintesi attraverso questa analisi sulle passività si è riusciti a mettere in evidenza in modo chiaro gli impatti, ovvero i benefici, dei minibond sulla gestione finanziaria aziendale. L'impresa, sebbene il totale delle passività sia incrementato notevolmente nel corso del quinquennio come conseguenza della necessità aziendale di trovare maggiori fonti di finanziamento per supportare i processi di crescita, è riuscita a migliorare numerosi aspetti proprio grazie all'utilizzo dei minibond, oltre a mantenere un costante sano livello d'indebitamento. In particolare si possono così riassumere tali cambiamenti:

1. innanzitutto le 4 emissioni obbligazionarie hanno apportato nuovo capitale per un totale di circa 52 milioni, incidendo a livello di costi (costi delle emissioni, costi di transazione…) per 1,5 milioni;
2. nel 2016 grazie alla quotazione su AIM Italia con l'emissione sul mercato di azioni e warrant, GPI Group è riuscita ad apportare nuovo capitale, circa 52 milioni, aumentando il patrimonio netto aziendale. Si ricorda che la quotazione è frutto di un percorso denominato ELITE al quale l'impresa è riuscita a partecipare proprio grazie all'emissione dei minibond che l'hanno introdotta al mondo del mercato dei capitali;
3. grazie alla raccolta di capitale obbligazionario ed all'aumento del patrimonio netto, le fonti di finanziamento hanno raggiunto a fine 2017 un elevato livello di differenziazione. I prestiti bancari, infatti, non rappresentano più la componente di debito principale ma l'azienda, grazie ad una migliore gestione finanziaria, è riuscita a raggiungere un equilibrio ottimale tra debiti bancari, obbligazioni e patrimonio netto, le principali fonti di finanziamento;
4. GPI Group oltre ad aver migliorato la composizione delle fonti di finanziamento, ha rifinanziato attraverso i capitali raccolti con i minibond il debito chiudendo posizioni a breve termine in favore di quelle a medio lungo, peraltro meno onerose in termini di oneri finanziari. L'azienda, infatti, a livello

di oneri finanziari, nonostante l'incremento dei debiti finanziari nel corso degli anni, è riuscita a mantenere sempre un livello sano come conferma il rapporto EBITDA / OF che a fine 2017 raggiunge 11,6x quando nel 2013 registrava solo 6,14x.

3.4 GPI GROUP E LE PMI EMITTENTI MINIBOND: CONFRONTO FRA INDICATORI DI BILANCIO

Dopo avere analizzato nei paragrafi precedenti l'impatto e l'utilizzo dei capitali raccolti con i minibond all'interno di GPI Group mettendo in luce in particolare due diverse situazioni, una di rifinanziamento del debito e una di finanziamento di operazioni di M&A, è interessante, arrivati a questo punto, verificare come l'impresa si sia comportata rispetto al più ampio panorama delle PMI emittenti minibond.

A tale proposito in questo paragrafo si andranno a verificare l'andamento di alcuni indicatori economici – finanziari di GPI Group rispetto a quelli di un benchmark di PMI emittenti minibond utilizzato dallo studio sui bilanci effettuato dal Politecnico di Milano nel 4° report italiano sui mini-bond. La finalità che si intende perseguire è quella di evidenziare, attraverso questo confronto, se l'impresa oggetto dell'elaborato si sia comportata al di sotto della media, nella media o al di sopra del benchmark di riferimento.

Nel 4° report italiano sui mini-bond il campione delle imprese emittenti è stato suddiviso in base all'anno di collocamento e per ogni anno sono riportati sia la media che i valori mediani (quelli tra parentesi, figura 3.27), dall'anno -3 all'anno +1, dove l'anno 0 è quello del collocamento del minibond, degli indicatori quali:

- *ROE*, indice di redditività del capitale proprio;
- *ROA*, indice di redditività relativo al capitale investito o alle attività aziendali;
- *EBITDA / vendite*, indice relativo alla redditività lorda delle vendite;
- *test acido* o quoziente di liquidità primario è un indicatore relativo alla capacità dell'impresa di adempiere agli impegni del breve termine attraverso

le attività più facilmente liquidabili ed è calcolato come il rapporto tra la differenza fra attività correnti e le rimanenze e le passività correnti;

- *leverage* ovvero la leva finanziaria, indicatore utilizzato per misurare l'indebitamento di una azienda calcolato come il rapporto tra i debiti finanziari e il patrimonio netto.

Da sottolineare che alcuni di questi indicatori non erano presenti nei bilanci di GPI Group ma è stato necessario calcolarli autonomamente per poter effettuare una simile analisi.

Si andrà in questo modo ad evidenziare per le emissioni obbligazionarie l'andamento societario rispetto alle altre PMI italiane emittenti, riuscendo a mettere in luce se GPI Group ha ottenuto dei risultati superiori alla media, inferiori alla media o nella media.

A tale fine si riportano le tabelle con i dati relativi sia a GPI Group sia ai vari campioni di imprese emittenti negli anni di nostro interesse, ovvero gli anni in cui il Gruppo ha emesso minibond.

Tabella 3.27: Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di minibond del benchmark di imprese emittenti minibond (anno 0 è quello del collocamento). Valori medi e fra parentesi i mediani

EMITTENTI 2013	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	-	-	-	-5,9% (5,4%)	-13,1% (3,3%)
ROA	-	-	-	3,4% (3,1%)	5,2% (2,9%)
EBITDA / Vendite	-	-	-	21,0% (13,0%)	18,2% (11,4%)
Test acido	-	-	-	1,71(1,63)	1,74(1,51)
Leverage	-	-	-	2,55(1,14)	0,66(1,01)
EMITTENTI 2015	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	-	2,8% (1,6%)	7,4% (2,6%)	2,6% (3,1%)	1,5% (3,5%)
ROA	-	8,4% (3,4%)	8,6% (4,2%)	4,6% (3,6%)	4,0% (3,1%)
EBITDA / Vendite	-	18,7% (12,1%)	15,3% (10,1%)	16,9% (10,2%)	27,9% (10,2%)
Test acido	-	0,78 (0,62)	0,91 (0,72)	1,00 (0,88)	1,01 (0,82)
Leverage	-	1,78 (1,71)	1,47 (1,39)	1,41 (1,46)	1,38 (1,11)
EMITTENTI 2016	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	1,0% (3,0%)	4,0% (3,9%)	3,8% (4,3%)	3,8% (4,9%)	-
ROA	-0,2% (2,6%)	1,7% (3,2%)	1,6% (3,5%)	1,8% (3,2%)	-
EBITDA / Vendite	1,4% (6,5%)	2,9% (7,1%)	4,5% (8,5%)	8,5% (9,2%)	-
Test acido	0,86 (0,67)	0,83 (0,70)	0,99 (0,76)	1,40 (0,94)	-
Leverage	3,44 (1,68)	2,24 (1,75)	2,09 (1,55)	1,89 (1,11)	-
EMITTENTI 2017	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	2,5% (6,2%)	4,4% (5,5%)	7,8% (8,2%)	-	-
ROA	2,7% (3,4%)	4,5% (4,3%)	5,5% (4,2%)	-	-
EBITDA / Vendite	2,5% (8,3%)	6,0% (11,1%)	15,5% (12,4%)	-	-
Test acido	1,23 (0,80)	1,02 (0,77)	0,87 (0,76)	-	-
Leverage	1,46 (1,09)	1,72 (1,46)	1,97 (1,50)	-	-

Fonte: Rielaborazione dei dati presenti sul 4° report sui Minibond dell'Osservatorio di Milano

Tabella 3.28: GPI Group indicatori necessari per il confronto con il benchmark: andamento dal 2013 al 2017

GPI GROUP	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	21,5%	15,2%	9,4%	10,6%	12,7%
ROA	6,14%	6,83%	4,96%	8,8%	8,1%
EBITDA / Vendite	16,6%	16,8%	16,6%	14,8%	14,4%
Test acido	0,93	1,16	1,15	1,71	1,53
Leverage	2,28	1,79	3,75	1,41	1,51

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nel bilanci consolidati di GPI Group

Come si può notare dalla tabella 3.27 non sono stati riportati alcuni valori, in particolare: nel 2013 e nel 2015 poiché non si hanno a disposizione i valori corrispettivi di GPI Group mentre negli anni 2016 – 2017 è il report stesso a non possedere i dati.

Ai fini dell'elaborato si è tenuto opportuno effettuare un'analisi su due anni in particolare, ovvero il 2013 e il 2017 rispettivamente gli anni della prima e dell'ultima emissione proprio per verificare se nel corso degli anni vi sono stati dei cambiamenti significativi rispetto il panorama più ampio delle PMI emittenti minibond.

2013

Nel 2013, anno della prima emissione, si hanno a disposizione esclusivamente i dati dei bilanci consolidati 2013 e 2014 in quanto quelli degli anni precedenti sono stati redatti unicamente per GPI S.p.a. e di conseguenza, il confronto di, come si può notare dalla tabella 3.29, sarà effettuato solamente sulla base di questi due anni ossia nell'anno del collocamento e quello successivo.

Tabella 3.29: Benchmark imprese emittenti 2013 vs GPI Group

EMITTENTI 2013	Anno 0	Anno 1
ROE	4,7% (3,5%)	-1,9% (5,3%)
ROA	3,4% (3,1%)	5,2% (2,9%)
EBITDA / Vendite	21,0% (13,0%)	18,2% (11,4%)
Test acido	1,71(1,63)	1,74(1,51)
Leverage	2,55(1,14)	0,66(1,01)
GPI GROUP	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	21,5%	15,2%
ROA	6,14%	6,83%
EBITDA / Vendite	16,59%	16,75%
Test acido	0,93	1,16
Leverage	2,28	1,79

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group e nel 4° report Minibond

Osservando i dati si può chiaramente affermare che GPI Group presenta una miglior situazione economico – finanziaria rispetto a quella espressa dai valori medi rilevati per le imprese benchmark. Più nello specifico:

- il ROE registrato dal Gruppo è abbondantemente al di sopra sia dei valori medi del campione (negativi tali per cui lo squilibrio economico è così grave

da erodere mezzi propri), sia dei valori mediani. Si può però notare un andamento concorde ossia, sia GPI che il campione di imprese emittenti hanno riscontrato, l'anno successivo al collocamento, una diminuzione del ROE; nel caso specifico di GPI Group gli utili netti sono rimasti invariati mentre il patrimonio netto dal 2013 al 2014 è aumentato di circa 4 milioni determinando una riduzione del ROE;

- il ROA presenta dei valori superiori sia ai valori medi che ai valori mediani e segue l'andamento di crescita successivo al collocamento del minibond: ciò indica, che le aziende, attraverso i minibond, riescono a valorizzare più efficacemente dagli asset detenuti;
- l'indice EBITDA / Vendite è un indicatore interessante in quanto il Gruppo registra dei valori al di sotto della media (superiori però, ai valori mediani) delle imprese emittenti ma al contrario di queste nell'anno +1, nonostante rimanga sempre al di sotto dei valori medi, presenta un incremento. Ciò porta ad una doppia considerazione: da un lato GPI Group ha un'incidenza dei costi sulle vendite maggiore rispetto le altre imprese ma al contempo è riuscita, nell'anno dopo l'emissione (anno +1), a migliorare la propria efficienza più che proporzionalmente rispetto al campione del benchmark, ad indicare come l'azienda stia cominciando a migliorare la propria gestione finanziaria;
- il test acido del Gruppo rispecchia una situazione di liquidità peggiore rispetto al campione di imprese. I valori del Gruppo sebbene non presentino rilevanti criticità, risultano in entrambi gli anni inferiori sia alla media che alla mediana. La dinamica è, tuttavia, uguale, ovvero nell'anno successivo al collocamento il rapporto tende ad aumentare leggermente.
- il leverage ovvero il rapporto tra i debiti finanziari e il patrimonio netto rappresenta un indicatore estremamente importante per gli scopi della tesi registra un andamento significativo. Osservando i dati si può notare sia per il benchmark di imprese sia per GPI Group una diminuzione dell'indicatore e

quindi della leva finanziaria. Questo andamento deriva essenzialmente da due possibili scenari:

1) le obbligazioni sono state utilizzate per rifinanziare il debito
2) le aziende hanno aumentato più che proporzionalmente il patrimonio netto rispetto ai debiti finanziari

Il secondo scenario è proprio quello di GPI, dove nell'anno successivo al collocamento il PN è incrementato più dei debiti finanziari determinando una riduzione del leverage. Per quanto riguarda il benchmark di riferimento non avendo molte informazioni, si può affermare, dal momento che il rapporto diminuisce maggiormente

In sintesi, nonostante la società presenti sotto gli aspetti della liquidità e dell'incidenza dei costi su vendite degli andamenti inferiori alla media, si può comunque affermare che nel panorama delle PMI emittenti minibond nel 2013 GPI Group sia un'impresa con una struttura economica, finanziaria e patrimoniale molto solida ed equilibrata.

2017

Si prende ora in considerazione il 2017, anno di collocamento dell'ultimo minibond di GPI Group. I dati a disposizione per il confronto fanno riferimento ai tre anni precedenti all'emissione. Si riporta di seguito la tabella del raffronto relative a tale periodo.

Tabella 3.30: Benchmark imprese emittenti 2017 vs GPI Group

EMITTENTI 2017	Anno -3	Anno -2	Anno -1
ROE	2,5% (6,2%)	4,4% (5,5%)	7,8% (8,2%)
ROA	2,7% (3,4%)	4,5% (4,3%)	5,5% (4,2%)
EBITDA / Vendite	2,5% (8,3%)	6,0% (11,1%)	15,5% (12,4%)
Test acido	1,23 (0,80)	1,02 (0,77)	0,87 (0,76)
Leverage	1,46 (1,09)	1,72 (1,46)	1,97 (1,50)
GPI GROUP	**Anno -3**	**Anno -2**	**Anno -1**
ROE	15,2%	9,4%	10,6%
ROA	6,83%	4,96%	8,8%
EBITDA / Vendite	16,8%	16,6%	14,8%
Test acido	1,16	1,15	1,71
Leverage	1,79	3,75	1,41

Fonte: Elaborazione personale delle informazioni presenti nei bilanci consolidati di GPI Group e nel 4° report Minibond

Osservando i dati delle PMI emittenti minibond nel 2017 si può evidenziare una tendenza generale di miglioramento all'avvicinarsi dell'anno del collocamento. Caso particolare è l'indicatore leverage che aumenta leggermente, segno di peggioramento, dall'anno -3 al -1 non raggiungendo mai però un livello critico.

Per quanto riguarda GPI Group la situazione delineata dagli indicatori evidenzia nel complesso un andamento al di sopra della media a dimostrazione dell'ottimo percorso di crescita intrapreso dall'azienda da inizio 2013.

Analizzando i dati più nel dettaglio si può affermare:

- per quanto riguarda il ROE, GPI Group, come nel caso del minibond del 2013, registra dei valori nettamente superiori sia alla media che ai valori mediani delle PMI emittenti indicando una redditività del capitale proprio buona. Interessante però è la discordanza dei trend, ovvero per il campione di imprese il ROE aumenta gradualmente mentre per GPI Group il valore dell'anno -1 è inferiore di 4,6 punti percentuali rispetto a quello dell'anno -3. Questa diminuzione, seppur non significativa in quanto i dati sono sempre superiori a quelli della media delle imprese emittenti, è un evento straordinario collegato alla quotazione in Borsa di GPI che ha incrementato notevolmente il patrimonio netto aziendale;

- il ROA di GPI Group se analizzato insieme al ROE delinea una situazione di elevata stabilità. Infatti, se il ROE evidenzia un'elevata redditività dei mezzi propri, i valori del ROA, anch'essi superiori sia alla media che ai valori mediani, mettono in luce una chiara capacità dell'impresa di generare valore attraverso gli asset detenuti;
- il ratio EBITDA / vendite come nell'analisi riguardante l'emissione del primo minibond nel 2013, mostra una redditività lorda delle vendite chiaramente al di sopra delle altre imprese ricorrenti allo strumento del minibond. I dati indicano che GPI Group mantiene un livello dell'EBITDA / vendite piuttosto stabile negli anni a differenza del campione considerato la cui tendenza è quella di aumentarlo gradualmente con l'approssimarsi del collocamento;
- il quoziente di liquidità, sebbene permanga sia per la generalità delle imprese emittenti sia per GPI Group su valori soddisfacenti ovvero attorno all'unità, evidenzia due andamenti opposti: il test acido di GPI Group migliora costantemente nel periodo antecedente l'emissione al contrario di quello delle emittenti del 2017 che registrano un leggero peggioramento della liquidità prima del collocamento;
- quanto alla valutazione del rischio di insolvenza e della robustezza patrimoniale attraverso il parametro del leverage si osserva un lieve incremento nei bilanci delle imprese emittenti le quali molto probabilmente andranno ad utilizzare successivamente i capitali raccolti con il minibond per riequilibrare i debiti finanziari e ridurre tale rapporto. GPI Group invece nell'anno -1 raggiunge un livello di solidità patrimoniale mai toccato prima. Il raggiungimento di questo risultato deriva essenzialmente dall'aumento del patrimonio netto attraverso la quotazione in borsa in quanto i debiti finanziari, come evidenziato nei paragrafi precedenti, nel 2016 aumentano notevolmente, per cui il patrimonio netto aumenta più che proporzionalmente.

Con questa analisi e osservando i dati della tabella 3.30 si possono individuare due aspetti principali:

1. il campione di imprese emittenti minibond nei tre anni precedenti il collocamento evidenzia un andamento di costante miglioramento generale anno dopo anno. Questo fa dedurre che le imprese in prospettiva dell'emissione di minibond avviino un processo di crescita e di miglioramento per migliorare l'immagine aziendale affinché gli investitori siano più propensi e più fiduciosi nel sottoscrivere quote obbligazionarie.
2. GPI Group non sembra aver intrapreso un simile percorso, ma cerca piuttosto di mantenere un equilibrio costante nel tempo. L'aver collocato con successo tre minibond rappresenta un fattore determinante di tale andamento. L'elevato livello di crescita registrato fin dal 2013, la buona riuscita delle strategie aziendali e l'adempimento regolare ai propri impegni finanziari ha permesso, infatti, a GPI Group di consolidare la fiducia tra gli investitori e i finanziatori i quali conoscono già la situazione aziendale.

CONCLUSIONI

L'intero percorso di tesi si articola attorno all'assunto, ormai pienamente condiviso, secondo cui i minibond hanno rappresentato e rappresentano ancora oggi una forma di finanziamento estremamente rilevante, fornendo alle piccole – medie imprese, come si è visto nel capitolo 1, un'alternativa ai prestiti bancari in un periodo in cui la crisi economica ha messo a dura prova tutto il sistema economico – finanziario italiano. In particolare ai fini del presente studio, ci si è concentrati principalmente su un caso aziendale specifico ovvero quello di GPI Group, una società che dopo aver emesso il primo minibond nel 2013 ha realizzato con successo nel corso dei successivi quattro anni altri tre collocamenti.

Lo scopo dell'elaborato è stato quello di evidenziare, come si comprende bene dal titolo, le motivazioni, gli impatti e i benefici dell'emissione di minibond. È opportuno sottolineare che questi tre aspetti chiave di un collocamento obbligazionario variano da impresa ad impresa in relazione agli obiettivi aziendali, al settore di appartenenza, nonché a molti altri fattori. Si precisa pertanto che le conclusioni elaborate attraverso il presente percorso di analisi fanno riferimento esclusivamente allo specifico caso oggetto di studio, ovvero GPI Group.

I minibond per GPI Group non hanno rappresentato solo una nuova fonte di finanziamento necessaria a supportare le proprie strategie di crescita, ma hanno fornito all'azienda nuove risorse e nuove conoscenze attraverso le quali poter sfruttare opportunità di mercato fino ad allora inaccessibili e sconosciute.

Fino al 2012 l'azienda aveva sempre fatto affidamento principalmente ad un'unica fonte di finanziamento: i prestiti bancari, che avevano garantito sino ad allora il corretto svolgimento delle attività e delle operazioni aziendali.

Il presentarsi del c.d. rischio paese ha messo però, per la prima volta in difficoltà la società a socio unico di Fausto Manzana costringendola ad aprirsi in maniera

strutturata al mondo della finanza, per assicurare un futuro e un'esistenza alla società.

Ecco che, con tale consapevolezza, si sono voluti studiare le motivazioni, gli impatti e i benefici delle emissioni di minibond per verificare come effettivamente tali collocamenti abbiano influenzato la società.

In particolare, focalizzando l'analisi sulle motivazioni aziendali che hanno indotto GPI Group ad emettere minibond, se ne possono individuare principalmente tre:

1. necessità di nuove fonti di finanziamento, problematica estremamente rilevante se si considera sempre la situazione di crisi generale che affliggeva l'Italia e non solo soprattutto dal punto di vista della drastica riduzione dei prestiti bancari alle imprese;
2. supporto alle strategie e ai progetti di crescita per linee interne ed esterne, in particolar modo alle operazioni di M&A che, come visto, rappresentano un fattore essenziale se non il fattore principale delle strategie di crescita aziendali;
3. diversificazione delle fonti di finanziamento, ovvero riduzione della dipendenza finanziaria nei confronti del canale bancario.

Queste motivazioni, alle quali si è potuti risalire attraverso l'analisi congiunta sia dei documenti di ammissioni dei relativi minibond sia in particolar modo dei bilanci consolidati aziendali, sono di fondamentale importanza in quanto lo studio degli impatti e dei benefici si articola proprio attorno a tali tematiche che rappresentano, quindi, per l'azienda anche gli obiettivi da raggiungere.

Sono stati, infatti, presentati due esempi d'impiego dei capitali raccolti tramite i minibond dove si mette in luce come l'impresa in base alle proprie necessità vada o a ridurre il debito bancario – in particolar modo quello a breve termine – e a aumentare la diversificazione delle fonti di finanziamento, o a coprire il fabbisogno finanziario creatosi dalle intense operazioni di M&A.

È stato, dunque, interessante analizzare, attraverso uno studio dettagliato dei bilanci consolidati, l'andamento aziendale dal 2013 al 2017 ovvero dal primo

collocamento di minibond all'ultimo, il quale è stato registrato nell'ultimo bilancio a noi disponibile.

Più in generale le quattro emissioni obbligazionarie che hanno apportato fondi complessivamente per 51,75 milioni e costi pari circa a 1,4 milioni, oltre ad aver garantito nuovo finanziamento, ha fatto entrare GPI Group nel mercato dei capitali aprendo percorsi estremamente rilevanti per lo sviluppo aziendale.

Il progetto ELITE di Borsa Italiana è uno di essi ed ha guidato l'azienda in un percorso evolutivo di fondamentale rilevanza che l'ha portata a quotarsi nel 2016 sul segmento AIM di Borsa Italiana e alla recente quotazione, il 28 dicembre 2018, sul segmento MTA dedicato alle imprese di media e grande capitalizzazione.

La tesi ha messo, infatti, in evidenza come dal momento del primo collocamento sia riuscita a consolidare la propria posizione di leader di settore e ad espandere la propria attività grazie ad un processo di crescita basato principalmente sull'acquisizione e fusione di aziende strategiche.

Si aggiunga altresì il fatto che i minibond, consentendo all'azienda di accrescere la visibilità del "marchio" mediante l'accesso al mercato dei capitali e di migliorare lo standing sociale hanno generato la situazione ideale per perseguire strategie espansionistiche.

Questi cambiamenti in quella che si può considerare la gestione aziendale rispecchiano quanto si è analizzato relativamente alle poste di bilancio e ai *ratios* economici – finanziari di GPI Group nel corso dei cinque anni di riferimento.

Come illustrato nel capitolo 3, si osserva infatti, a fine esercizio 2017, un miglioramento aziendale sotto ogni punto di vista:

- incremento del valore della produzione e delle attività rispettivamente del 183,4% e del 253,2%;
- il patrimonio netto aumenta del 394,3%, un chiaro segnale di come l'azienda abbia acquisito maggior visibilità e fiducia dal mercato;
- il perimetro aziendale comprende sempre più imprese, nazionali ed internazionali, grazie alle numerose operazioni di M&A che hanno favorito in

questo modo il consolidamento della posizione da leader di settore e l'espansione dell'attività all'estero;

- il rating aziendale ricevuto nel 2016 pari a B1.1 si alza e viene confermato fino ad oggi ad un livello A3.1. Un chiaro segnale della positività dei progressi societari e un fattore estremamente rilevante se si considerano le ricadute positive con il sistema creditizio e con gli investitori;
- rafforzamento della struttura finanziaria, in particolar modo la composizione delle fonti di finanziamento ha raggiunto un equilibrio ottimale dal momento che vi è una suddivisione tra debiti bancari, patrimonio netto e obbligazioni piuttosto omogenea;
- riduzione degli oneri finanziari per quanto riguarda le emissioni di minibond da cui si può dedurre come GPI Group abbia aumentato il proprio potere di negoziazione e di come abbia incrementato nei suoi confronti la fiducia del mercato.

In ultima analisi, lo studio condotto su GPI Group porta a concludere che lo strumento dei minibond, nel caso specifico dell'azienda considerata, abbia rappresentato un fattore di svolta radicale nell'operatività aziendale e grazie al quale l'impresa è riuscita a cogliere opportunità di mercato strategiche, tali da renderla leader nel settore dell'informatica socio-sanitaria e dei servizi hi-tech per la salute.

BIBLIOGRAFIA

- Beltrame Federico, Cappelletto Roberto, Floreani josanco, Mason Michela, Miani Stefano (2015), *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*, Franco Angeli, Milano
- Cerved (2017), *rapporto Cerved PMI 2017*
- Calugi Roberto, Morelli Valentina e Paglietti Gianmarco (2014), *I mini-bond: istruzioni per l'uso*, Consorzio camerale per il credito e la finanza
- Erzegovesi Luca (2016), *I minibond e il finanziamento delle imprese*, Bancaria Editrice, Roma
- Ferro Erica (2018), *L'intervista: Fausto Manzana*, Corriere imprese, 18/06/2018
- Il Sole 24 Ore (2009), *Il mercato di borsa per le PMI: AIM ITALIA,* Il Sole 24 Ore, Milano
- L'Adige – Economia (2013), *Gpi corre: il socio e 12 milioni di bond,* l'Adige, 21/12/2013
- Lambiase Anna (2015), *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Franco Angeli, Milano
- Lamiafinanza, per decidere come invesitire (2013), *Finanziaria Internazionale*, lLamiafinanza, 20/12/2013
- Lucido Nicola e Renne Francesco (2017), *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti
- Meiani Andrea, Rizzi Luigi, Sabatini David (2015), *Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*, Bancaria Editrice, Roma
- Osservatorio Mini-bond (2016), *3° Report italiano sui Mini-Bond*, Politecnico di Milano
- Osservatorio Mini-bond (2017), *4° Report italiano sui Mini-Bond*, Politecnico di Milano

- Padovani Stefano e Giaretta Andrea (2014), *Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni,* Il Sole 24 Ore, 28/04/2018
- R.Fi. (2014), *Orizzonte Sgr investe in Gpi,* Il Sole 24 Ore, 04/01/2014

DOCUMENTI CONSULTATI

- Borsa Italiana, *"ExtraMOT PRO, il mercato di riferimento dei minibond"*
- Cerved (2016), *Comunicazione di rating*
- Cerved Rating Agency S.p.a. (2017), *Comunicazione di rating,* Milano, Aprile 2016
- Cerved Rating Agency S.p.a. (2018), *Comunicazione di rating,* Milano, Aprile 2017
- Finanziaria Internazionale (2017), Comunicato stampa, *Chiuso collocamento minibond di 20 mln di euro. Il prestito obbligazionario sarà quotato su ExtraMot-Pro: tasso al 3% e scadenza a 5 anni. Banca Finint arranger e collocatore unico,* Novembre 2017, disponibile a https://www.finintsgr.com/it/press/comunicati-stampa.php
- GPI Group (2016), *Documento di Ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM ITALIA / mercato alternativo del capitale, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., di azioni ordinarie e di warrant di GPI S.p.a.*
- GPI Group (2013), *Documento di Ammissione alle negoziazioni delle obbligazioni del prestito denominato "GPI Tasso Fisso (5,50%) 2013 - 2018"*
- GPI Group (2014), *Bilancio Consolidato al 31.12.2013*
- GPI Group (2015), *Bilancio Consolidato 2014*
- GPI Group (2015), *Regolamento del prestito obbligazionario "GPI S.p.a. Fixed Rate 2015-2025"*
- GPI Group (2016), *Bilancio Consolidato 2015*
- GPI Group (2016), *Documento di Ammissione alle negoziazioni delle obbligazioni del prestito denominato "GPI S.P.A. – 4,3% 2016 – 2023"*

- GPI Group (2017), *Relazione finanziaria annuale 2016*
- GPI Group, *Documento di Ammissione alle negoziazioni delle obbligazioni del prestito denominato "GPI S.P.A. – 3% 2017 – 2022",* 2017
- GPI Group (2018), *Relazione finanziaria annuale 2017*
- Intermonte (2018), *GPI Outperform*
- Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, *Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO*
- UBI Banca (2017), *GPI Group Company report*
- UBI Banca (2018), *GPI Group Company report*

SITOGRAFIA

- dati.istat.it
- www.aimnews.it
- www.bebeez.it
- www.borsaitaliana.it
- www.cloudfinance.it
- www.diritto24.ilsole24ore.com
- www.ilsole24ore.com
- www.industriaitaliana.it
- www.lseg.com
- www.minibond.tv
- www.money.it