



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

**Il ruolo dei *vulture fund* nelle ristrutturazioni
finanziarie e nella gestione dei crediti in sofferenza:
aspetti operativi e di mercato.**

RELATORE
Prof. Alessandro Pansa

CORRELATORE
Prof. Alfio Torrisi

CANDIDATO
Matr. 668831
Luca Gaudiosi

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

*A mio padre,
che veglia su di me da lassù.*

INDICE - SOMMARIO

Prefazione I-III

Capitolo I

VULTURE FUND

1.1	Cosa sono i <i>vulture fund</i>	<i>pag.</i>	1
1.1.1	Cenni storici		7
1.2	Aspetti operativi		11
1.2.1	Alla ricerca di una preda		15
1.2.2	Il potere contrattuale dei <i>vulture fund</i>		20
1.3	Modalità d'intervento		22
1.3.1	<i>Value Investing</i> :		27
1.3.1.1	<i>Super Senior Debt</i>		27
1.3.1.2	Obbligazioni convertibili		29
1.3.1.3	Acquisto dei debiti finanziari		31
1.3.1.4	<i>Deleveraging</i>		32
1.3.1.5	Cartolarizzazione		36
1.3.2	<i>Growth Investing</i> :		41
1.3.2.1	<i>M&A</i> di aziende in crisi		41
1.3.2.2	Sottoscrizione di aumento di capitale		47
1.3.2.3	<i>Loan-to-own</i>		49

Capitolo II

“VULTURE INVESTING”

2.1	Le società target		51
2.1.1	I soggetti coinvolti nella ristrutturazione		58
2.1.2	Le alternative della società in crisi		62
2.1.3	Valutare la validità del piano		66
2.2	Le valutazioni pre-investimento		71
2.2.1	La scelta della società obiettivo		73

2.2.2	La stima dei flussi di cassa nelle ristrutturazioni	76
2.3	Le attività post-investimento	81
2.3.1	La gestione dei crediti deteriorati	81
2.3.2	La gestione del risanamento	84
2.3.3	Il post- <i>restructuring</i>	88

Capitolo III

“CATCHING THE GAINS”

3.1	Il mercato del <i>distressed capital</i>	91
3.1.1	Le condizioni di mercato a favore di un maggior ritorno	101
3.1.1.1	Asimmetria informativa	103
3.1.1.2	La razionalità degli operatori	104
3.1.1.3	I costi di transazione	105
3.2	Le fonti e le entità del ritorno	106
3.2.1	Il settore del <i>turnaround</i>	110
3.2.2	Il panorama europeo dei crediti deteriorati	115
3.2.3	Il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento	126
3.2.4	<i>Vulture gain</i> : guadagnare dal <i>Growth Investing</i> e dal <i>Value Investing</i>	133
3.3	Rendimenti a confronto: gli altri fondi <i>private</i> ; i <i>distressed hedge fund</i>	135
3.4	La funzione sistemica	138

Conclusioni	140
--------------------	-----

Bibliografia

Ringraziamenti

PREFAZIONE

L'obiettivo della mia tesi è fornire un'analisi il più possibile esaustiva sul ruolo e sul modus operandi dei “fondi avvoltoio” – o vulture fund – nel sistema delle imprese in crisi.

Nel contesto degli interventi compiuti dagli investitori istituzionali, infatti, sarà mia cura evidenziare l'ambito d'intervento “vulture” nei processi di ristrutturazione finanziaria e le peculiari divergenze operative dei fondi avvoltoio rispetto ad altri investitori finanziari, sottolineando, tra l'altro, la funzione sistemica di “pulizia” e di rilancio dei business in crisi.

Nati agli inizi degli anni '90 negli USA e sostenuti dalle fasi cicliche di contrazione del credito e dall'incremento dei tassi d'insolvenza aziendali, i vulture fund possono vantare competenze tipiche dei fondi chiusi: abilità negoziali negli acquisti a sconto dei titoli distressed e comprovate esperienze in campo legale: tanto nelle procedure concorsuali, quanto nell'ambito delle ristrutturazioni stragiudiziali.

Le ristrutturazioni offrono dunque al fondo avvoltoio, come sarà descritto tra le righe di questo elaborato, opportunità valide di investimento in molteplici modalità e in differenti fasi del processo di risanamento.

In generale, la filosofia che accompagna questi fondi si declina nel perseguimento di due valori: la semplicità, quando si decide “come” investire, e la complessità, allorquando si esamina “dove” intervenire.

Entrambi i suddetti valori guidano le scelte di qualsiasi investitore avvoltoio, quale che sia il profilo di portafoglio rischio-rendimento prestabilito.

La loro fama di austerità e durezza nella gestione dei loro investimenti li precede in misura tale da influenzare il mercato dei capitali all'annuncio di ogni loro intervento.

La peculiarità che solitamente contraddistingue i fondi avvoltoio è la gestione delle sofferenze bancarie – dopo averle acquistate ad enorme sconto sul valore nominale - che si declina nell'attitudine di massimizzare il ritorno sull'investimento iniziale in crediti deteriorati, sfruttando le garanzie alla base del credito, utilizzando le c.d. “posizioni di blocco” in una determinata categoria di creditori, nonché facendo leva sui titoli c.d. “fulcro” al fine di ottenere più azioni possibili in caso di compensazione estintiva (“vulture leverage”).

Tuttavia i vulture fund sono presenti anche negli interventi di tipo private equity nel capitale di società in ristrutturazione; ciò li ha condotti a raggiungere ritorni straordinari, di gran lunga superiori rispetto ai più tradizionali investimenti di breve durata e di minor coinvolgimento.

In tal modo i fondi, nonostante l'indegno appellativo di "avvoltoi", si sono guadagnati la reputazione di operatori di mercato che svolgono la funzione di ottimizzazione nell'allocazione dei capitali: sia "tra" le società in crisi, sia "nelle" stesse società in crisi.

La loro missione di "pulizia", dunque, da un canto aiuta il business delle imprese in crisi più meritevoli a rifiorire, eliminando le inefficienze gestionali e ricomponendo la struttura del capitale; dall'altro "ripulisce" gli attivi patrimoniali degli istituti bancari da una grossa quota del loro portafoglio di crediti deteriorati: questi ultimi attualmente affliggono il panorama europeo degli attivi patrimoniali bancari, esercitando una forte pressione sull'ottemperamento dei requisiti patrimoniali previsti da Basilea III.

Il fenomeno dell'investimento avvoltoio è in evidente crescita e riscontra un ampio appoggio a partire fin dalla stessa raccolta fondi. La presenza di tali investitori istituzionali ha assunto un grande rilievo non solo negli Stati Uniti - il loro mercato domestico - ma anche nei mercati internazionali di respiro globale.

La significativa portata del fenomeno "vulture" ha investito finanche le società italiane: basti ad esempio la recente notizia dell'intervento di un noto fondo avvoltoio americano nel portafoglio di crediti deteriorati dell'istituto bancario genovese Carige.

In particolare, a febbraio 2016 la banca ha ricevuto l'offerta di acquisto da parte di "Apollo Management International" di 3,5 mld di non-performing loan, ad un prezzo pari al 17,6% del valore nominale. Contestualmente il vulture fund statunitense ha proposto all'istituto genovese anche un aumento di capitale da 550 mln di euro garantito interamente dall' "avvoltoio" medesimo e riservato ad esso, minacciando in tal modo di arrivare ad ottenere oltre la metà del capitale sociale della banca, ai danni dell'azionista di maggioranza preesistente.

In definitiva, l'intervento del fondo avvoltoio suole impattare con palese veemenza sull'ordinaria amministrazione delle società, finanziarie e non che siano, segnando ineluttabilmente il futuro della loro attività.

In tal senso, è fortemente esplicativa e comune la reazione dell'azionista di controllo della banca di cui prima, il quale, da un lato si è ritrovato di fronte alle suddette

proposte con scarse alternative – accettare l’offerta di cessione ad elevato sconto del portafoglio di sofferenze o proporre lui stesso un aumento di capitale – e, dall’altro, ha prontamente promosso in assemblea una rapida sostituzione dei vertici dell’istituto bancario, su cui grava l’arduo compito di decidere la contromossa all’offerta del fondo. Questo tipo di reazione accomuna la stragrande maggioranza delle società, finanziarie e non, che rientrano nell’obiettivo d’investimento di fondi avvoltoio. Ciò basti a introdurre la notevole influenza esercitata da tali investitori sull’amministrazione di società distressed, che siano banche con elevate cifre di sofferenze o imprese con insostenibili livelli di indebitamento. Si tratta in definitiva di un’influenza che risulta assolutamente determinante per il prosieguo dell’attività imprenditoriale o talvolta persino decisivo per la sopravvivenza di essa.

*<<È davvero notevole il potere donato dalla Natura all'avvoltoio
di discernere quando incombe la morte su un animale ferito.*

*Stanno ad osservare ogni movimento di qualsiasi essere
venga assalito dalla sventura e lo seguono con acuta perseveranza
finché la scomparsa della vita non abbia reso loro la preda.>>*

— Alexander Wilson, *American Ornithology*,
Edimburgo, 1831.

Capitolo I

VULTURE FUND

Sommario: 1.1 Cosa sono i *vulture fund*. - 1.1.1 Cenni storici. – 1.2 Aspetti operativi. - 1.2.1 Alla ricerca di una preda. – 1.2.2 Il potere contrattuale dei *vulture fund*. – 1.3 Modalità d'intervento. - 1.3.1 *Value Investing*: 1.3.1.1 *Super Senior Debt*. - 1.3.1.2 Obbligazioni convertibili. - 1.3.1.3 Acquisto dei debiti finanziari. - 1.3.1.4 *Deleveraging*. - 1.3.1.5 Cartolarizzazione. – 1.3.2 *Growth Investing*: 1.3.2.1 *M&A* di aziende in crisi. - 1.3.2.2 Sottoscrizione di aumento di capitale. - 1.3.2.3 *Loan-to-own*.

1.1 Cosa sono i *vulture fund*.

Esistono svariati tipi di fondi chiusi, formatisi nel tempo, che concentrano la loro attività d'investimento in realtà imprenditoriali *distressed*. Sono stati dati loro diversi nomi, quali “*Reorganization fund*”, “*Turnaround fund*”, “*Vulture fund*”, “*Workout fund*”, etc., ma qualunque sia l'appellativo attribuito, l'obiettivo che perseguono rimane lo stesso: investire a basso prezzo in una società che versa in crisi finanziaria per poi raccogliere i guadagni allorquando essa riemerge dal suo stato di insolvenza. I *vulture fund* sono fondi di *private equity* ma possono agire anche come *distressed hedge fund*: sono fondi chiusi di investimento, che sono soliti acquistare obbligazioni o prestiti bancari a forte sconto. In aggiunta, come i *private equity*, possono detenere partecipazioni in società in crisi, ovvero, come gli *hedge fund*, assumere posizioni corte sui titoli della società target.

¹ È esemplare l'intervista a Mark Rowan, partner fondatore di uno dei più noti fondi avvoltoio al mondo, l' “*Apollo Management*”, presso la Wharton University della Pennsylvania:

La strategia su cui abbiamo fatto affidamento da vent'anni a questa parte è l'investimento *distressed*. [...] Piuttosto che cercare acquisizioni seguendo la tradizionale moda del *private equity*, noi impieghiamo il nostro set di abilità di investimento, comprando titoli di debito, prestiti bancari, debito subordinato, etc., di imprese fundamentalmente valide, ma che risultano troppo indebitate, e noi

¹ Intervista a Marc Rowan, partner fondatore del fondo Apollo Management, *The Best Returns Follow Chaos*, www.knowledge.wharton.upenn.edu, Wharton University of Pennsylvania, 11 novembre 2009.

operiamo tramite una specifica procedura insieme con i creditori – talvolta in accordi extra-giudiziali, talvolta in processi giudiziari – e finiamo fiduciosamente con il prendere il controllo di una struttura del capitale fondamentalmente buona e a ottimo prezzo.

Come ci si potrebbe aspettare, l'attività di raccolta fondi in quest' ambito è cresciuta notevolmente come sono degradate le condizioni dell'economia mondiale dopo il 2007/2008.

Ecco una lista degli attuali principali fondi di respiro internazionale² che operano anche da *vulture fund*:

- Apollo Management (USA)
- Bayside Capital (USA)
- Industrial Opportunities Partners (USA)
- Insight Equity (USA)
- JLL Partners (USA)
- KPS Special Situations Funds (USA)
- Matlin Patterson Global Advisers (USA)
- Monomoy Capital Partners (USA)
- Questor Capital (USA)
- Prophet Equity (USA)
- Sunrise Equity Investor (USA)
- Sun Capital Partners (USA)
- Versa Capital Management (USA)
- Wayzata Investment Partners (USA)
- Wellspring Capital Management (USA)
- WL Ross & Co. (USA)
- Yucaipa Companies (USA)
- Orlando Management S.A. (Lussemburgo)
- EQT Partners (Svezia)
- Alchemy Capital Management (Canada)
- Rutland Partners (Regno Unito)

²Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *The art of distressed M&A*, Mc Graw Hill, USA, 2011 p 93 e Cfr. Wirz M., *Vulture fund (and Goldman) Top Ranking of Private-Debt Providers*, The Wall Street Journal, www.wsj.com, 30 agosto 2013

- Oaktree Capital Management (USA)
- Lone Star Funds (USA)
- Blackstone Group (USA)
- Fortress Investment Group (USA)
- Ares Management (USA)
- M&G Investments (Regno Unito)
- CarVal Investors (USA)
- Avenue Capital (USA)
- KKR & Co. (USA)
- Cerberus Capital Management (USA)
- EOS Partners (USA)
- Silver Star Capital Holdings (USA)

Il mercato “*Distressed debt and Restructuring*”, dove opera questa tipologia di fondi chiusi, è un piccolo ma crescente settore di *private equity*, che presenta le seguenti peculiarità:

- Le leggi nazionali hanno ancora un impatto sostanziale sugli investimenti avvoltoio: per molte strategie di investimento, infatti, le varie normative locali sul fallimento e sulla ristrutturazione d’impresa giocano un ruolo fondamentale. Pertanto, non è poi ancora così ovvio identificare quale disciplina fallimentare debba esser applicata allorquando si tratti di società internazionali, ancor più se di respiro globale.
- Gli *hedge fund* sono rilevanti concorrenti del settore, soprattutto di quello del debito *distressed*.
- I partner dei vari fondi avvoltoio perseguono divergenti strategie di investimento a seconda delle loro maggiori competenze.
- Le opportunità di intervento nel settore sono anticicliche all’economia generale.
- Gli altri settori di *private equity*, quali i *buyout*, i *venture capital* e il *mezzanine*, ostentano ritorni positivamente correlati ai trend economici: un’economia in crescita coadiuva nel generare forti ritorni, una in recessione invece li danneggia.

Il contrario vale per i fondi avvoltoio, dal momento che un'economia in decrescita rende loro notevoli opportunità di guadagno.³

È utile annoverare qualche differenziazione interna tra i fondi avvoltoio in base alla loro strategia perseguita⁴:

- *Distressed capital trading / Passive*: questa strategia coinvolge l'acquisto di titoli di debito o azionari, negoziati a livelli molto più bassi rispetto al valore nominale, (per esempio al 20-30% del valore di libro) e la successiva rivendita in breve tempo a prezzi maggiori. Tali fondi sono alla ricerca di opportunità di intervento in titoli che ritengono essere fundamentalmente sottovalutati, così da poter godere nel breve di un evidente rialzo di prezzo. Il periodo di possesso del titolo può essere giorni o settimane e la dimensione della posizione non è significativa ai fini strategici. Questa strategia è la più liquida tra tutte e, pertanto, gli *hedge fund distressed* risultano essere i maggiori player di settore, soprattutto nell'utilizzo delle vendite allo scoperto.
- *Distressed debt / Active, non-control*: lo scopo di questa strategia è quello di accumulare posizioni rilevanti nella società target, che con alta probabilità sarà sottoposta a processi di ristrutturazione ovvero già lo è. L'obiettivo è quello di ottenere una posizione d'influenza nella ristrutturazione dove si negozierà il valore stesso dei titoli di debito da rimborsare, col fine di massimizzare il ritorno. Tale strategia richiede orizzonti temporali più lunghi e maggior *commitment*.
- *Distressed debt / Control*: il partner del fondo si crea una posizione dominante, investendo nel titolo *distressed* fulcro⁵, in un processo di ristrutturazione. Lo scopo è prendere il controllo della società target sia come membro di un comitato di creditori, creando una "*blocking position*", sia agendo da solo in qualità di creditore garantito. È palese che in tal caso la durata dell'investimento tende ad ampliarsi, così come l'impegno del fondo.
Il fondo mira ad uno *swap* del suo credito in azioni, col fine di nominare nuovi membri del consiglio di amministrazione o addirittura l'amministratore delegato.
- *Restructuring o Turnaround*: i fondi *turnaround* mirano a società in crisi, comprando titoli rappresentativi di capitale; talvolta prima di un'attesa

³ DePonte K., *An overview of the private equity distressed debt and restructuring markets*, www.probitaspartners.com, 2006, p. 17

⁴ DePonte K., *op. cit.*, p. 18

⁵ Cfr. nella tesi il par. 1.2 - *Aspetti operativi*.

ristrutturazione, altre volte durante. Il fine è chiaro: impossessarsi della *governance* della società insolvente, pagando poco, per poi risanarla. In tal caso è richiesto al fondo anche il *commitment* nella redazione del piano di ristrutturazione.

In realtà, la maggior parte dei fondi segue una combinazione delle suddette strategie, ovvero ne persegue varie contemporaneamente. Tuttavia è verosimile dedurre che alcune siano più applicate di altre, ma dipende molto dalle caratteristiche della società obiettivo e dall'architettura della particolare procedura di *turnaround* in essere. In aggiunta, può capitare anche che un fondo *buyout* terzo intenda investire in azioni di società in crisi di concerto con un fondo avvoltoio *restructuring* (sindacazione di *private equity*).

Non può passare inosservata, inoltre, l'importanza della legge fallimentare all'interno del viver quotidiano dei *vulture fund*.

La sua comprensione e la sua applicazione, difatti, rivestono per il fondo un ruolo complementare alle conoscenze finanziarie. Per giunta i dettagli delle norme fallimentari, come gli stessi principi, possono differire da paese a paese e fare la differenza in termini di successo dell'investimento *vulture*.

La matrice di tutte le discipline occidentali in materia di ristrutturazione aziendale è senz'altro contenuta nello U.S. *Bankruptcy Code*, in particolare nel celeberrimo *Chapter 11 - "The Reorganization"* - del 1978⁶. Per la prima volta, infatti, vigevano norme che incentivavano il *going concern*, ossia la continuazione dell'attività imprenditoriale nonostante lo stato di insolvenza.

In senso lato, è possibile stabilire che i fondi avvoltoio sono focalizzati nell'investire in "*Special Situation*": rientrano nella suddetta nozione le società in crisi finanziaria o influenzate dal dissesto finanziario del gruppo di appartenenza, le società con problemi transitori (*turnaround*), le società che operano in settori temporaneamente trascurati dai mercati finanziari, le società "orfane", poiché ritenute non strategiche ai fini della *mission* del gruppo di appartenenza e le società controllate dai fondi *private* prossimi alla cessione⁷. Il mercato italiano delle imprese in *Special Situation* ostenta copiose opportunità di investimento tra i cosiddetti "*good businesses with*

⁶ In Italia bisogna attendere il decreto legge 35/2005, che ha riconosciuto esplicitamente l'istituto degli accordi di ristrutturazione dei debiti, inserito nel Titolo III della legge fallimentare, dedicato al concordato preventivo.

⁷ Cfr. Legnani R., *L'intervento degli operatori di Private Equity nelle situazioni di crisi*, Atlantis Capital Special Situation

bad balance sheets”, i.e. società con valido potenziale industriale ma con sbilanciate situazioni patrimoniali e/o reddituali.

Il numero dei *vulture fund* operanti in Italia è davvero irrisorio e il resto dei fondi *private* che potrebbero sostituirli non ha capacità né esperienza idonea nelle situazioni speciali, vuoi perché difettano di competenze in materia di gestione dei rischi in tali circostanze, vuoi perché non hanno il mandato per intervenire.

La presenza dei fondi avvoltoio, tuttavia, rappresenta una credibile alternativa alla liquidazione societaria o alla dispersione di valore economico, e soprattutto una valida soluzione per le elevate cifre di crediti deteriorati, che stanno mettendo a dura prova la quasi totalità delle banche europee.

L'intervento di questi fondi comporta il salvataggio di posti di lavoro, la rapidità nel recupero delle sofferenze bancarie, nonché la continuità e/o la rivitalizzazione di un business in cui nessuno vuole più investire né risorse né tempo⁸.

È opportuno ricordare inoltre che l'impresa in crisi non è nemmeno più in grado di accedere al mercato dei capitali. I *vulture fund*, a tal proposito, offrono spesso un'ultima possibilità alle società *distressed* che meritano di superare la congiuntura negativa.

Non si esaurisce qui la varietà di interventi dei fondi avvoltoio; bensì, volgendo lo sguardo al panorama statunitense, laddove tali investitori trovano terreno fertile per la locale normativa fallimentare a tutela del *going concern*, si notano i cosiddetti “*FastBuck Vulture*”, i “*Baron Vulture*” e i “*Last Hope Vulture*”.

I primi rilevano i debiti finanziari e ristrutturano la società quanto basta per poterla rivendere a premio; i secondi hanno per scopo quello di far accrescere nel lungo termine il valore dell'*entity*; i terzi, invece, mirano a bloccare il declino societario in tempo, tentando di modificare il loro fallimentare *business model*.

⁸ Cfr. Galbiati W., *I distressed fund, come fare business investendo nelle aziende in difficoltà*, www.laRepubblica.it, 2006

1.1.1 *Cenni storici.*

Secondo Rosenberg⁹, l'investimento di tipo *vulture* affonda le sue radici negli USA durante la crisi economica del 1929, sebbene la letteratura finanziaria sia solita indicare l'alba della strategia avvoltoio negli anni '80 del secolo scorso.

In quegli anni, il mercato per i *vulture fund* crebbe enormemente, a causa della recessione nordamericana nel settore delle utilities, come l'energia, il petrolio e l'acciaio.

Accanto ai cicli di decrescita economica, vi è un'altra condizione preliminare alla base dell'emersione di tali fondi: la riforma del *Bankruptcy Code* statunitense del 1978. Nell'ormai famoso "*Chapter 11*" dello stesso codice, infatti, le società in crisi trovano ora possibilità di risoluzione della crisi con la procedura di ristrutturazione¹⁰, che prevede il *going concern*, per cui il management detentore del "*fiduciary duty*"¹¹ verso gli azionisti, ha il permesso di continuare ad operare nonostante lo stato di insolvenza corrente, mentre il vecchio codice americano vietava tutto ciò.

Fino alle porte degli anni '80 l'offerta di opportunità d'investimento nel *distressed debt* era legata ai cosiddetti "*Fallen Angels*", che sono titoli di debito emessi *ab origine* "*investment grade*", ossia ritenuti affidabili dal mercato, il cui merito creditizio e l'attitudine al rimborso sono tuttavia degradati drammaticamente. Pertanto, l'offerta di tali strumenti finanziari era piuttosto scarsa e la condizione della maggior parte dei *fallen angels* così gravemente messa che la liquidazione aziendale era ritenuta preferibile alla ristrutturazione finanziaria.

Gli anni '80 sono stati testimoni della nascita di una nuova tipologia di titoli di debito, i *junk bond*. Le società altamente indebitate emettevano, infatti, questi titoli "*non-investment grade*", dagli elevati livelli di rendimento, che riflettevano l'incremento del rischio finanziario nella loro struttura del capitale¹². Il mercato dei *junk bond* fu sostenuto da diversi *investment banker*, tra cui spiccava il famoso

⁹ Cfr. Rosenberg H., *The vulture investors*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2000, citato in Danovi A., *Private Equity for distressed companies in Italy*, in Esperienze d'impresa, n. 1, 2010

¹⁰ Nel codice del fallimento statunitense, la ristrutturazione aziendale, disciplinata dal *Chapter 11* del Titolo 11, viene detta "*The Reorganization*".

¹¹ "Mandato legale" di gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti.

¹² DePonte K., *op. cit.*, p. 19

Michael Milken della Drexel Burnham Lambert, una delle maggiori banche d'investimento dell'epoca. Questi banchieri spingevano gli investitori ad acquistare le obbligazioni rischiose in base al principio secondo cui era conveniente detenere un portafoglio diversificato di obbligazioni ad alto rendimento, poiché questo compensava le perdite attese dall'insolvenza. L'emissione di obbligazioni *high-yield* erano guidate anche dai fondi di *LBO* che utilizzavano questi titoli spazzatura per finanziare le acquisizioni societarie.

Il risultato fu un'emissione costante di obbligazione ad alto rendimento fino a 40 mld di dollari all'anno, partendo dal nulla degli albori degli anni '80.

Tuttavia, dal momento che tali obbligazioni erano nate già *non-investment grade*, esse presentavano un lasso temporale per cadere in default minore dei *fallen angels* di cui sopra.

È doveroso rilevare a tal punto come un'ondata di emissioni di obbligazioni *high-yield* in un contesto economico in ripresa sia seguito subito dopo da un incremento nei tassi di insolvenza, non appena si entra in una fase di recessione.

L'aumento dell'emissione di titoli ad alto rendimento negli anni '80 ha comportato il formarsi di un crescente numero di società fondamentalmente solide ma che presentavano uno stato patrimoniale troppo indebitato.

Dunque, così come l'economia entrò in contrazione ed i tassi di interesse salirono alle stelle, le cosiddette "*good companies with bad balance sheets*" furono le principali target. Per giunta, nello stesso periodo, la crisi delle "*Saving & Loan*" negli USA ha generato molte opportunità di investimento *distressed*. In quegli anni le autorità federali americane allentarono i controlli sulle istituzioni S&L, le quali iniziarono ad elargire finanziamenti nel settore del *real estate* e in quello *corporate*. Purtroppo, l'assenza di competenze di gestione del rischio, non all'altezza con le operazioni che si andavano a sottoscrivere, implicò che la Resolution Trust Corporation fu costretta a ristrutturare o a privatizzare molte delle società in difficoltà finanziarie¹³.

A conclusione degli anni '80 e con il sorgere delle opportunità di investimento gli *investment manager* iniziarono a riunirsi nelle prime operazioni "*distressed debt and restructuring*". Non esistevano ancora, tuttavia, fondi avvoltoio specializzati e si interveniva nelle realtà *distressed* da fondi *private* correlati.

¹³ DePonte K., *op. cit.*, p. 20 e ss

Diversi professionisti, che provenivano da vari retroterra formativi, iniziarono a focalizzarsi nel settore; ad esempio:

- I *trader* di titoli ad alto rendimento e gli *investment banker* in generale, che erano affini alle società già dapprima che entrassero in stato di insolvenza. Alcuni di loro lavoravano per la stessa Drexel Burnham Lambert.
- I consulenti di *restructuring*, che iniziarono anche ad investire nelle società di cui erano *advisor*, nel tentativo di monitorarle e controllarle.
- Alcuni partner di fondi “*buyout*”, i quali si differenziavano dal resto dei *buyout fund* che erano riluttanti a rischiare in realtà *distressed*, intricate in pericolose procedure legali, con cui non avevano familiarità.
- Gli *hedge fund* “*event driven*”, che avevano il mandato che includeva la strategia del *distressed debt trading*. Alcuni di essi crearono fondi separati, strutturati come fondi *private*, col fine di ottenere influenze rilevanti nelle società target.
- Gli esperti in diritto fallimentare che davano un valido contributo di natura legale ai fondi di *private equity*.

Nell’ottobre del 1987 il mercato azionario crollò¹⁴, trascinando con sé quello dei *junk bond*. Al termine del decennio in questione, difatti, le operazioni di *M&A* si ridussero notevolmente col prosciugarsi delle opportunità di *LBO*, che venivano finanziate da emissioni di *junk bond*.

Come è noto, con la recessione sistemica i tassi di default generalmente aumentano e contestualmente declinano i prezzi delle obbligazioni. Nel 1988 infatti ammontarono a 4 mld di dollari i debiti *corporate* in stato di default. Le cifre raddoppiarono l’anno seguente e nel 1991 raggiunsero i 18 mld di dollari. Parimenti i *junk bond* in stato di insolvenza nel 1988 ammontavano a 2,7% del totale premesso e nel 1991 la percentuale salì al 10,3%.

Durante questo periodo di incremento dei tassi di insolvenza dei debiti finanziari, crebbero le opportunità per gli investitori avvoltoio (“*the happy time*”). Hotchkiss e Mooradian rilevarono nel loro studio nel 1977¹⁵ come si ampliò il mercato delle società target per i *vulture fund* all’aumentare dei tassi di default obbligazionari. Si dà il caso, infatti, che il valore di mercato dell’investimento avvoltoio in titoli

¹⁴ Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Vulture investors and the market for control of distressed firms*, in *Journal of financial economics*, n. 43, 1997, p. 406 e ss

¹⁵ *Ibidem*.

distressed ammontava nel 1991 a 49 mld di dollari, là dove il mero valore nominale di questi titoli acquisiti (valore alla pari) era di 98 mld.

Gli straordinari ritorni generati dai primi fondi avvoltoio sorpresero la platea degli investitori e catalizzarono la formazione di nuovi *vulture fund*, diluendo così il tasso di concentrazione dei fondi operanti nel settore *distressed*. Nel 1992, ad esempio, fu fondata “Cerberus Capital Management”, attualmente uno dei maggiori fondi avvoltoio al mondo.

Da metà anni '90 gli USA vissero un periodo florido di crescita economica e bassi tassi di insolvenza (circa 1,2%). Così la competizione tra i fondi crebbe al ridursi dell'offerta di transazioni *distressed*. Ciò frenò l'espansione dei fondi avvoltoio, insieme con la facilità di accesso al mercato dei capitali per le società¹⁶.

Nel 1997 la crisi finanziaria del sud-est asiatico, dovuta alle speculazioni che provocarono la svalutazione della moneta locale, spostò l'attenzione dei fondi americani verso l'Oriente. In particolare le società in crisi in Giappone ed in Corea divennero rilevanti obiettivi dei *vulture fund* statunitensi. Tuttavia i governi locali risposero all'ingerenza dei fondi incrementando la leva fiscale sugli investimenti di *private equity* e realizzando pesanti indagini.

Trascorsi gli anni '90 di ripresa economica, i fondi *distressed* trovarono nuova linfa, ai fini della raccolta fondi, nello scoppio della bolla speculativa delle Dot.com dell'anno 2000. Quest'ultima crebbe da 7,8 mld di dollari nel 2000 a 12 mld nel 2002, ma già dal 2003 l'economia americana tornò ad essere stabile comportando in tal modo il declino del *fundraising* avvoltoio. Agli inizi degli anni 2000, molte società siderurgiche nel Nord America vissero un brutto periodo poiché i prezzi dell'acciaio scesero in tutto il mondo ed il tasso di cambio del dollaro crebbe a livelli altissimi insieme con i costi dei fattori produttivi, quali carbone ed energia elettrica. Così le società siderurgiche più indebitate entrarono in crisi. È possibile addurre ad esempio alcuni casi emblematici, quali “Birmingham Steel”, la “Metals USA”, etc.¹⁷ Anche l'Europa occidentale attirò lo sguardo degli avvoltoi, soprattutto con le riforme legali attuate nei vari paesi membri dell'Unione Europea in materia fallimentare. Il 31 maggio 2002 entrò in vigore la normativa europea sulle procedure di insolvenza “Insolvency Regulation” che fornì un valido apporto nel chiarire quale

¹⁶ Altman I.E., Hotchkiss E., *Corporate financial distress and Bankruptcy*, III ediz., Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2006, p. 7

¹⁷ Schultze G., Lewis J., *The art of vulture investing*, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2012

Stato membro ha la giurisdizione dei vari casi di società multinazionali in ristrutturazione. In seguito non furono solo i fondi americani ad operare nel mercato europeo *distressed*, ma nacquero anche fondi locali, quali “Orlando Management”, “EQT Partners”, “Alchemy Capital Management” e “Rutland Partners”.

A partire dal decennio antecedente il 2005, il mercato dei titoli di debito *distressed* è cresciuto più del quintuplo¹⁸. Infatti la varietà di questi titoli si è ampliata molto, includendo tutti i titoli di debito anche quelli *non-investment grade*. Nell’ultimo decennio i *vulture fund* hanno investito ad ampio raggio nelle società target, tramite prestiti bancari, finanziamenti prededucibili a supporto del piano di risanamento, CDS, vendite allo scoperto, azioni, obbligazioni garantite e non, etc.

I fondi avvoltoio scorsero una nuova opportunità emergente, a conclusione dell’anno 2007, allorquando numerosi istituti di credito furono costretti a svendere titoli di società rovinate in stato di insolvenza, poiché non avevano il mandato di poter detenere tali strumenti finanziari rischiosi in portafoglio.

Attualmente i fondi avvoltoio sono famosi per l’acquisto di titoli di debito sovrano di Stati insolventi o a rischio default, quali l’Argentina e la Grecia.

1.2 Aspetti operativi.

Le modalità a disposizione del fondo avvoltoio per “scuoire la carcassa”, ossia per trar profitto dalle società in crisi, sono i più disparati. Tuttavia sono comunque riconducibili ad un *mainstream* comune.

Negli USA il mantra dell’investimento avvoltoio è riconducibile all’aforisma: “*Vulture investing is all about leverage!*”.

Con questa frase si intende dire che i fondi avvoltoio sono soliti utilizzare un particolare tipo di leva (*vulture leverage*), con lo scopo di massimizzare il ritorno dell’investimento e ottenere al contempo il controllo delle società target.

Ogni leva ha un fulcro: il punto su cui la leva stessa si bilancia. Grazie ad essa, difatti, è possibile muovere grandi oggetti con una forza relativamente piccola.

Il principio mutuato dalla fisica è estendibile al *modus operandi* dei *vulture fund*: il fondo chiuso avvoltoio, infatti, spende poco per ricevere titoli di superiore valore.

¹⁸ Altman I.E., Hotchkiss E., *op. cit.*, p. 6 e ss

Pertanto, il talento più importante per un *vulture fund* è saper “planare in picchiata” sullo strumento finanziario “fulcro” della società in crisi, dopo aver riconosciuto il momento più opportuno per investire.

In altre parole, il cosiddetto titolo “fulcro” è, metaforicamente parlando, il “pasto” del fondo avvoltoio¹⁹.

In senso stretto, il “fulcro” (o *fulcrum security*) è lo strumento finanziario di debito che sarà convertito in azioni della società *distressed* (*debt-to-equity swap*) durante il processo di ristrutturazione²⁰. Tali azioni offrono all’investitore avvoltoio il diritto di voto e, dunque, di influenza sul piano di ristrutturazione aziendale. Dunque vi rientrano tanto i titoli di debito garantito (*secured*) e non garantito, quanto i prestiti bancari e le obbligazioni.

In senso lato, invece, vi rientrano anche i titoli rappresentativi di capitale con diritto di voto, il cui prezzo al momento dell’investimento risulta svalutato (*depressed*). La maggioranza relativa di queste azioni fornirà al fondo il controllo sulla ristrutturanda. In passato, il fulcro era con alta probabilità un’obbligazione *senior* garantita. Ma le cose cambiarono quando si sviluppò agli inizi del secondo millennio un mercato liquido secondario di prestiti bancari sindacati, in particolare nei *leveraged loans*, che sono l’equivalente dei *junk bond* per rischiosità e livello di interessi. Tale mercato secondario elargiva una via agevole per vendere questi prestiti e fu supportato dalle *investment bank* più importanti, inclusa la Lehman Brothers. Infatti questi istituti crearono anche dei “fondi di credito strutturato” per investire nei *leveraged loans*. Lo sviluppo di questo mercato cresceva in parallelo con i mutui garantiti e crollò nel 2007 lasciando con terribili perdite coloro che investirono nei “fondi di credito strutturato”.

In via generale, i *vulture fund* devono comprare i titoli giusti - al momento giusto e al prezzo giusto - ed insistere nella posizione, mantenendo tali strumenti in portafoglio, al fine di ottenere la piena soddisfazione finanziaria (massimizzazione del ritorno).

Nel periodo precedente il deposito della dichiarazione di fallimento della società, la migliore opportunità per i fondi avvoltoio può essere spesso assumere una posizione corta sulle azioni: è necessario però trovare una controparte che sia disposta a prestare le azioni ad un ragionevole prezzo.

¹⁹ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 17 e ss

²⁰ Cfr. Ortiz N., *What is a fulcrum security in a bankruptcy?*, www.bankruptcylawnetwork.com, 22 ottobre 2012

Si dà il caso che le complessità legali e strutturali del mercato degli strumenti finanziari *distressed* creano grandi inefficienze rispetto ad altri campi di investimento. Quando il mercato, infatti, si accorge dello stato di crisi in cui versa l'azienda, il prezzo per azione crolla, rendendo un notevole guadagno al momento dell'acquisto effettivo delle azioni, prese in prestito *ab origine* per realizzare la vendita allo scoperto. È chiaro che molti altri *short-seller* concorreranno a vendere allo scoperto le azioni della società *distressed*, causando un aumento dei costi per prendere in prestito le azioni e rendendo altresì molto difficoltosa l'attuazione stessa della posizione corta. Tuttavia, una volta che la società entra in stato d'insolvenza strutturale, diventa sempre meno conveniente vendere allo scoperto le sue azioni, poiché i residui profitti iniziano ad essere erosi man mano che scende il prezzo per azione. A tal punto conviene volgere l'attenzione al debito finanziario della società. Esso rappresenta il "fulcro"²¹.

Le imprese contraggono debito in varie forme: debiti commerciali, prestiti bancari, obbligazioni garantite e non, titoli di lungo termine, ABS, etc.

Generalmente lo strumento finanziario di debito "fulcro" a cui mirare è il più *senior*, poiché i detentori di tali strumenti saranno rimborsati per primi anche qualora il piano preveda che vengano venduti gli asset societari durante la ristrutturazione aziendale, ovvero, in caso di compensazione estintiva, riceveranno la maggior fetta dell'emissione di nuove azioni.

Quando si compra il debito finanziario aziendale, si tende ad acquistarlo ad uno sconto significativo rispetto al pieno valore nominale: è possibile in questo modo raccogliere in futuro un buon ritorno, quando la società in crisi ripagherà i suoi creditori, preferibilmente alla pari o almeno con uno sconto inferiore.

Pertanto è possibile anche vendere il debito acquistato per ottenere un guadagno veloce, qualora il suo valore aumenti prima della ristrutturazione, specialmente se il mercato crede fermamente che l'azienda abbia qualche asset di valore ancora da realizzare appieno. Altrimenti si procede alla conversione in *equity*, se ha finanziariamente senso diventare azionisti di una società che necessita disperatamente una riduzione della leva finanziaria per rilanciare il business.

Le banche che hanno crediti di tipo *senior secured*, al fine di ottenere il più alto rimborso in caso di ristrutturazione, sono solite unirsi in un comitato per promuovere

²¹ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 28.

il loro interesse comune, il quale non sarà di certo ricevere nuove azioni a soddisfazione del credito, bensì preferiranno ricevere disponibilità liquide. A supporto di questo asserto basti pensare ai divieti per le banche statunitensi di possedere più di una determinata percentuale dei loro impieghi in strumenti rappresentativi di capitale di società non finanziarie²².

Per un *vulture investor*, ricevere un rimborso *cash* su un titolo di credito rappresenta un successo, ma lo è ancor di più ottenere azioni di società ristrutturate (*debt-for-equity swap*), dal momento che i fondi avvoltoio spesso scorgono enormi guadagni (*upside*) potenziali nel post-ristrutturazione. Negli USA, per esempio, questi *upside* derivano da agevolazioni fiscali a beneficio delle società che sono nella fase del *post-restructuring*, oltre al fatto che l'azienda può comunque vantare una posizione finanziaria netta ridotta, grazie alla compensazione estintiva.

Inoltre gli investitori *vulture*, anche se non intendono attuare lo *swap* laddove non lo ritengano conveniente, potrebbero voler comprare azioni della società ristrutturata, approfittando del basso prezzo azionario corrente. A questo punto è possibile che l'azienda possa ricevere delle lettere di intenti ed offerte di acquisto varie da parte di acquirenti terzi, strategici o finanziari, disponibili ad offrire un premio sul valore equo azionario. Offerte possono originare anche dal management preesistente (*MBO*). Fermo restando che i titoli "fulcro" per realizzare la *vulture leverage*, o leva avvoltoio, rimangono gli strumenti basilari di investimento, i fondi in questione hanno anche altri metodi per guadagnare: possono offrire "*super senior loan*" o agire da fondo *private* investendo in azioni, al fine di assumere il controllo della società riorganizzata o ancora ristrutturanda (*growth investing*).

Al fine di introdurre i *modus operandi* affini all'investimento avvoltoio è utile seguire la tassonomia suggerita da Gilson²³, professore alla Harvard Business School, e da autori esperti in dottrina, quali Altman e Hotchkiss:

- i fondi avvoltoio "*passive*" sono quegli investitori che ricercano il valore atteso di un titolo *distressed* e determinano se il valore attuale dei flussi in entrata di un titolo eccedono nel tempo il prezzo d'acquisto del titolo stesso. In caso di riscontro positivo, l'investitore *passive* sarà disposto a fare l'acquisto del titolo.

²² Cfr. la normativa americana "U.S. Bank Holding Company Act", contenente i limiti per le banche circa le percentuali di *equity* che gli istituti di credito possono detenere nel loro attivo patrimoniale.

²³ Gilson S.C., *Creating value through corporate restructuring*, ediz. 2^a, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2010, p. 21 e ss

In aggiunta a ciò, questo tipo di investitore eviterà possibilmente gli investimenti in realtà complicate, coinvolte in procedure legali troppo articolate per un'ordinaria ristrutturazione.

- I fondi avvoltoio “*activist*” sono quegli investitori che cercano di massimizzare il ritorno tentando di influenzare l'iter della procedura di *turnaround*. Essi discutono direttamente con il debitore, interfacciandosi con il suo management o con il comitato di creditori di appartenenza, e sono soliti formare gruppi *ad hoc* di creditori, “*blocking position*”, al fine di avere una voce più forte tra quelle dei vari portatori di interesse nell'approvazione del piano di ristrutturazione. L'attivista propone anche un piano di ristrutturazione in concorrenza con quello del debitore, che preveda un maggior rimborso o addirittura una compensazione estintiva tra i termini del piano in favore dell'attivista stesso, qualora quest'ultimo voglia prendere il controllo societario.
- I fondi avvoltoio “*aggressive*” sono quegli investitori che acquistano la maggioranza o almeno un'intera classe di debito con lo scopo di bloccare aggressivamente qualsiasi piano di risanamento indesiderato o che non preveda la massima soddisfazione dei loro titoli di credito.

1.2.1 *Alla ricerca di una preda.*

Al fine di monitorare il mercato *distressed*, l'avvoltoio deve essere pro-attivo senza soluzione di continuità. La chiave del successo per il fondo è trovare, attraverso un'accurata ricerca e analisi, non solo la società target, ma anche, una volta identificata, le opportune leve gestionali da andare a manipolare, affinché si riesca a liberare valore economico, arrecando di conseguenza beneficio alla classe di titoli cui appartiene. La *due diligence* è il filtro giusto per comprendere appieno anche i processi gestionali aziendali. Essa consente ai partner avvoltoio d'essere sicuri di sé circa il business, cosicché sia possibile criticare il management, se incompetente, andando a sollevare uno scenario concreto di miglioramenti apportabili, da inserire all'interno di un piano che tutti, o almeno la maggior parte dei creditori, approverebbero.

Investire in realtà *distressed* è per natura un procedimento complesso e rischioso che può condurre al fallimento della società. Una buona “carcassa”, infatti, è difficile da trovare. Pertanto la maggior parte del tempo viene spesa dal fondo attendendo in maniera pro-attiva. Infatti, i partner del fondo avvoltoio rimangono in attesa, monitorando l’intero mercato *distressed* prima di decidere dove e se investire²⁴.

Nella sua attività di ricerca il fondo deve dispiegare molte delle sue risorse, in termini di lavoro e di relazioni interpersonali, al fine di individuare validi candidati ad un investimento avvoltoio.

Le società *eligible* presentano spesso nella loro reportistica, generale o analitica, un periodo di vari mesi, trimestri o talvolta anni, in cui si nota un evidente peggioramento degli indici e degli indicatori aziendali (*sharpbending period*). Altre volte si aspetta che la società, già in crisi, fuoriesca definitivamente dalla procedura di ristrutturazione per poi intervenire.

L’obiettivo principe è investire a prezzo più basso possibile, perché ciò fornisce un rilevante *profit margin* di sicurezza a beneficio del fondo. Gli investitori di maggior successo, infatti, guadagnano molto con una piccola percentuale dei loro investimenti. A tal proposito è importante ricordare il principio di Pareto, secondo cui circa l’80% degli effetti deriva dal 20% delle cause²⁵. Le fonti d’informazione di un fondo avvoltoio derivano dai contatti che esso possiede nel settore, da alcuni partner dello stesso fondo, dalla rete di rapporti con gli avvocati che trattano costantemente le ristrutturazioni, dalle banche di investimento e dalla rete degli investitori colleghi.

In definitiva, il fondo avvoltoio spende la maggior parte del suo tempo ricercando società già in crisi o che sono sulla giusta via per diventarci; ad esempio, società operanti in settori con una forte competizione interna e con alti tassi di default: quali le Telco, i Casinò, le Case Automobilistiche, o le società coinvolte in responsabilità civili rilevanti, come quelle coinvolte nell’amianto, etc.

Fortunatamente le società in *financial distress*, che versano in procedure di ristrutturazione, producono e rendono pubblici molti report, bilanci e altri documenti informativi, come il piano di risanamento. Queste informazioni pubbliche aiutano a ridurre il rischio di investimento. Oltre alle fonti pubbliche è possibile ottenere

²⁴ “Never invest in a business you cannot understand”, Cit. Warren Buffett, c.d. Saggio di Omaha, nelle sue “annual letters” indirizzate agli azionisti della Berkshire Hathaway

²⁵ “Principio della scarsità dei fattori” di Pareto: da uno studio sulla distribuzione dei redditi, nel 1897, l’economista italiano dimostrò che in una determinata regione soltanto pochi individui possedevano la maggior parte della ricchezza totale (c.d. “legge 80/20”).

informazioni implicite da rapporti con dirigenti aziendali, che hanno responsabilità strategiche, ovvero, con i dirigenti di imprese concorrenti nel medesimo settore della target, con i fornitori, avvocati, *investment banker*, grandi possessori di titoli, analisti di settore ed altri competenti investitori.

È lapalissiano ricordare che i *vulture investor* ottengono dati utili riguardo l'assetto proprietario e la compagine manageriale anche da *information providers* in-house, quali *S&P Capital IQ*, *Thomson Reuters*, *Bloomberg*, *FactSet Research Systems*, etc.; per le società italiane è presente anche *Aida-Bureau Van Dijk* come banca dati finanziari.

Nell'individuare la società target potenziale, il fondo avvoltoio redige una “*research review note*”²⁶, ossia un bollettino di indagine, che comprende un'analisi sulla natura dell'opportunità di investimento, sull'attività tipica, sulle società comparabili di settore. L'indagine copre anche la struttura del capitale aziendale, una previsione dei suoi utili e dei flussi di cassa, una valutazione attuale dell'impresa, il valore di una sua ipotetica liquidazione o di un suo scorporo e una stima attuale del guadagno. Infine, il fondo valuta quale tipo di strategia di investimento adottare per il caso, calcolando l'*IRR* atteso alla luce dei rischi presenti. Accanto a tale bollettino, viene stilata anche una nota che fornisca una stima sulle tempistiche necessarie per realizzare il ritorno previsto, tenendo conto di eventuali accadimenti possibili, di cause legali, di negoziazioni e di tutto ciò che rientra in un processo di ristrutturazione che potrebbe influenzare il valore e la durata dell'investimento.

Dopo aver prodotto questi documenti, si riunisce il comitato di investimento avvoltoio e si accorda su quale tipo di *position* prendere nei titoli della società target. Di solito il portafoglio di un fondo avvoltoio è composto, per un'elevata percentuale, da investimenti di breve termine e, solo per una piccola quota, da investimenti di lungo.

Si sostengono investimenti *short term* se si individua uno specifico evento catalizzatore che possa avere un impatto significativo sul valore dei titoli della società *distressed*. Ad esempio, tale evento può essere il deposito della proposta di concordato o l'omologa dell'accordo da parte del tribunale, ex art. 182-*bis*, ovvero, la retrocessione del *rating* dei titoli. Quest'ultima (c.d. “*downgrade*” del *rating*) può creare delle inefficienze di prezzo nel mercato *distressed*, poiché molti dei detentori

²⁶ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 67

dei titoli retrocessi sono costretti a svenderli tutti per potersi attenere alle proprie interne politiche di investimento. È chiaro che ciò fornisce un'opportunità rilevante al *vulture investor* che ottiene ad enorme sconto questi strumenti finanziari.

Il fondo guarda, inoltre, ai titoli di quelle società che stima possano presto entrare in crisi, quantunque il mercato non l'abbia ancora compreso. In tal caso, dal momento che ci si aspetta una ripida caduta del prezzo, è aperta la strada ad una posizione corta sulle azioni o sui titoli *junior*.

Dopo che la commissione di investimento ha approvato l'intervento, bisogna decidere quanto impegnare in termini di risorse monetarie. Si determina dunque la percentuale del portafoglio da interessare, tenendo in considerazione: le correnti regole interne di gestione del portafoglio, il profilo di ritorno atteso e la durata dell'intervento nella realtà *distressed*. Quasi sempre il fondo investe incrementando gradualmente la propria partecipazione, o posizione in senso lato²⁷, allocando inizialmente da 0,5% al 2% del portafoglio; come poi gli eventi si dispiegano e si acquista più dimestichezza con la ristrutturazione del business, si tende ad incrementare la propria presenza nella società.

Il fondo suole controllare gli investimenti periodicamente, mantenendo contatti con banchieri, obbligazionisti e altri investitori; qualora invece una posizione non soddisfi più i parametri rischio-rendimento attesi, si cerca di disinvestire con i metodi descritti più avanti.

Il *distressed investing* richiede pertanto una serie di competenze in materia di valutazione d'azienda, di analisi dei titoli a reddito fisso e del credito in generale, insieme con la legge tributaria e fallimentare.

Non bisogna rifuggire dall'intervenire in imprese insolventi intricate in cause legali articolate o in procedure ristrutturatorie complesse, poiché una volta che la società affiora da questa matassa, emergono spesso profitti inaspettati.

Il fondo avvoltoio deve essere preparato a monitorare da vicino ogni evoluzione del *turnaround*, alla ricerca di opportunità per incrementare il margine di guadagno.

C'è un abisso tra gli interessi del fondo e gli obiettivi dei creditori originari, i quali vorranno minimizzare le perdite su crediti chiedendo un rimborso almeno pari alla quota capitale, ovviamente sotto forma di disponibilità liquide e non di azioni

²⁷ Col termine "posizione" (o *position*) si indica l'ammontare complessivo di titoli detenuto in portafoglio da un investitore su una determinata società. Tali titoli possono includere tanto strumenti finanziari rappresentativi di capitale, quanto titoli di debito.

ordinarie. Infatti, gli istituti bancari²⁸ rifuggono la possibilità di ingresso nel contesto azionario societario; ciò accade tanto negli USA per i divieti legali nazionali, quanto in Europa, come pure in Italia, principalmente per le *policy* interne di portafoglio concernenti prefissati parametri rischio-rendimento.

Può accadere talvolta che una società entri in crisi per essere stata coinvolta in una responsabilità giuridica di grave entità.

Gli investitori avvoltoio vedono nella responsabilità giuridica un'ulteriore forma di leva avvoltoio. In particolare il *vulture fund*, nella sua ordinaria analisi del merito di credito, aggiunge agli altri debiti della società target anche le passività monetarie attese che origineranno dalle cause legali, tenendo appunto in considerazione la capacità dell'impresa di pagare i decreti ingiuntivi derivanti dalla sua responsabilità, civile o penale che sia.

Bisogna ricordare altresì che i mercati sono soliti reagire sproporzionatamente quando una società è l'imputata in varie azioni legali collettive. Il mercato, infatti, tende a sottovalutare i titoli della società o a disfarsi di tutto quanto detiene in essa, molto prima che i ricorsi siano conclusi e che il tribunale determini l'effettivo grado della responsabilità giuridica. Questa circostanza spiana la via all'intervento *vulture*. Si può addurre a esempio tutte quelle imprese coinvolte nello scandalo dell'amianto negli Stati Uniti laddove c'è stato l'intervento dei fondi avvoltoio, quali la "Owens Corning", "Johns-Manville", "Congoleum", "Federal Mogul", "Armstrong World Industries", "Walter Industries", "W.R. Grace", etc.²⁹

In definitiva, l'avvoltoio di successo trova ottime opportunità allorquando identifica una sostanziale incertezza sugli esiti di costose cause legali che fanno depistare gli investitori concorrenti.

²⁸ Cfr. Senate Bank Holding Companies Hearings (1955) p. 66 (commenti del sen. Douglas: "Se non vi sono fonti di credito alternative la banca può utilizzare il proprio controllo del credito per ottenere un controllo anche sulle attività produttive") e la norma statunitense "Bank Holding Companies Act" del 1956.

²⁹ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 116.

1.2.2 *Il potere contrattuale dei vulture fund.*

In una ristrutturazione di successo la neo-società che ne emerge generalmente ha un debito residuo irrisorio e gli ex creditori *senior* sono ora diventati gli azionisti di maggioranza. Ma molti di questi ex creditori sono costretti a vendere le loro azioni (c.d. “*forced seller*”): ossia hanno vincoli di strategia di portafoglio che non permettono loro la detenzione di queste azioni. Questi *forced seller* sono soggetti, quali possono essere gli istituti di credito o i sottoscrittori di CDO³⁰, che non sono per natura propensi a detenere titoli azionari. Il modello di business di queste entità li conduce a preferire di guadagnare dai crediti vantati, piuttosto che da partecipazioni azionarie. Inoltre tali soggetti devono preoccuparsi delle restrizioni di ordine contrattuale o legale che vertono sulle partecipazioni detenibili nelle imprese.

Il riferimento richiama palesemente la memoria alle normative anglosassoni relative ai limiti stringenti sulla detenzione da parte delle banche di quote azionarie in società non finanziarie. Anche in Italia l’ordinamento vigente, in conformità con la disciplina dell’Unione Europea, prevede determinati limiti volti ad impedire il sorgere di conflitti di interesse e ad ostacolare le partecipazioni di controllo³¹ da parte delle banche.

Parimenti, i sottoscrittori di CDO hanno limiti contrattuali sull’ammontare assoluto e sulla durata di detenzione delle azioni. Tali limiti servono per scoraggiare la detenzione di partecipazioni e non certo per rendere le società in ostaggio del mercato. Di qui deriva il motivo per cui gli istituti di credito talvolta rientrano nelle fattispecie dei c.d. *forced seller* e si espongono a potenziali investimenti avvoltoio. Infatti, i creditori non desiderano ricevere azioni a rimborso del titolo, ma preferiranno cedere la loro posizione nella società, al fine di risultare conformi con il loro profilo rischio-rendimento prestabilito per il loro portafoglio.

³⁰ Con il termine “*collateralized debt obligation*” si intende un’obbligazione che ha per garanzia un debito. In dettaglio, i CDO sono composti da decine di titoli ABS, “*asset-backed securities*”, che sono titoli obbligazionari garantiti da un certo numero di rapporti individuali di debito. Il rimborso dei CDO ha per *collateral* un insieme di asset, tra cui crediti o beni reali, posti a garanzia dei pagamenti dei debiti individuali sottostanti.

³¹ In Italia i limiti attuali riguardo le partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari, sono stabiliti dalle deliberazioni del “Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio” (CICR) e dalle disposizioni della Banca d’Italia.

Qualunque sia la strategia adottata dai *vulture fund*, questi ultimi assumono generalmente le vesti di investitori “attivisti”: raramente infatti essi si adagiano sugli allori e aspettano gli sviluppi delle vicende imprenditoriali in maniera passiva.

L’attivismo può risultare già una strategia per sé: generalmente in un panorama societario di insolvenze e di procedure concorsuali, si formano dei comitati tra le varie classi di creditori, con lo scopo di sostenere comuni interessi. Ma questi interessi variano considerevolmente tra le classi; pertanto, le banche, gli obbligazionisti e gli altri investitori combatteranno alacramente tra loro per ottenere il miglior trattamento di rimborso.

In questo contesto, il fondo avvoltoio può assumere un elevato potere contrattuale, oltre che negoziando con le banche per avere un forte sconto sul prezzo d’acquisto del credito, anche creando “posizioni di blocco”, di concerto con un comitato di creditori che sono più affini per il tipo di interesse sostenuto. L’obiettivo è quello di negoziare un piano di risanamento con il debitore più vantaggioso per il fondo stesso, facendo leva sulla nuova disciplina del d.l. 83/2015³². Quest’ultima offre ai comitati di creditori, ovvero, ai singoli creditori con oltre il 10% dei crediti totali aziendali la facoltà di presentare proposte concorrenti al piano di concordato preventivo presentato dal debitore, che non proponga ai creditori chirografari almeno il pagamento del 30%.

Col potere che questa posizione di blocco conferisce è possibile contestare ed impugnare qualsiasi piano che formuli una proposta di rimborso inferiore alla propria. La normativa continua inoltre ad avvantaggiare il fondo anche in una sua ennesima declinazione: in caso di concordato preventivo, qualora il piano concordatario dovesse prevedere la vendita di rami d’azienda o altri asset, si apre una procedura competitiva di offerte concorrenti per cercare terzi soggetti interessati all’acquisto; questi ultimi potrebbero essere proprio i fondi avvoltoio, che si offriranno di rilevare gli asset sanabili, per i quali serbano un piano di rilancio.

Non è di minor importanza, in beneficio di un eventuale investimento *vulture*, l’art. 16 del d.l. suddetto, per cui le svalutazioni e le perdite su crediti delle banche (e

³² Con il nuovo art. 182-*septies* l. fall. giunge anche in Italia, nella disciplina degli accordi di ristrutturazione, il “*cram-down*” già presente in America: il debitore pertanto può imporre l’accordo di ristrutturazione anche alle banche minoritarie non aderenti, se sussistono due condizioni: 1) approvazione dell’accordo da parte delle banche che vantano almeno il 75% del valore dei crediti 2) le banche non aderenti siano soddisfatte almeno quanto sarebbero rimborsate con un concordato preventivo o col fallimento.

assicurazioni) sono integralmente deducibili ai fine Ires e Irap nell'anno stesso di rilevazione in bilancio; così gli istituti bancari sono motivati a dismettere i crediti deteriorati quanto prima.

Comunque il potere dei fondi avvoltoio non è confinato solo alle negoziazioni con i creditori nelle procedure concorsuali o negli accordi di ristrutturazione. Pertanto, in uno scenario post-ristrutturazione - dove la società si è liberata dei vecchi debiti scaduti e presenta un flusso di cassa decente, ma sconta ancora un *market price* azionario basso - il fondo avvoltoio approfitta del momento favorevole per investire in azioni con diritto di voto per giungere agevolmente ad una quota dominante del capitale sociale (*growth investing*). L'obiettivo del fondo diventa ormai quello di spingere la società a prendere le dovute misure manageriali per fare accrescere lo *stock price*. Arrivato a tal punto il fondo potrebbe, ad esempio, incoraggiare gli amministratori a pagare un dividendo speciale agli azionisti o ad acquistare azioni proprie sul mercato, ovvero, a vendere addirittura la società.

Così come nella natura umana, anche in finanza vale la verità apodittica secondo cui a nessuno piace essere smentito e che nessuno accetta di concedere errori³³.

Infatti spesso accade che, in caso di costante discesa del prezzo del titolo, piuttosto che ridurre le perdite intercorrenti, i più tra gli investitori continueranno a detenere o talvolta ad incrementare il proprio investimento nella realtà insolvente, finché non potranno più ignorare la cruda verità di aver commesso un errore; a tal punto cercheranno di svendere disperatamente tutta la loro posizione oramai sottovalutata.

Da ciò ne deriva un'ulteriore fonte di potere contrattuale per i fondi avvoltoio, che, dopo aver atteso pazientemente la discesa del prezzo dei titoli "fulcro", potranno facilmente intervenire. L'operazione ha chiaramente senso laddove il fondo denota potenzialità di ritorno, nonostante la crisi industriale e la ripida discesa dei corsi.

1.3 Modalità d'intervento.

Invero, investire in società insolventi rappresenta già di per sé una procedura rischiosa e complessa, pertanto il *vulture fund* è solito passare generalmente per

³³ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 73.

l'acquisto di strumenti finanziari più comuni³⁴, quali obbligazioni, finanziamenti bancari e azioni per esercitare la sua peculiare attività d'intervento, sia per ragioni di liquidità del titolo acquisito, sia per ragioni di miglior comprensione della *position* finanziaria detenuta.

Tuttavia il fondo chiuso *distressed* ha anche la facoltà di far leva su titoli sintetici. L'utilizzo di derivati rappresenta comunque una soluzione residuale, dal momento che, sebbene possano essere un prezioso strumento per trasferire i rischi del credito a terzi, tuttavia risulta complicato il reperimento sul mercato di investitori disponibili a sottoscrivere gli ABS, che vengono emessi dal “veicolo” (SPV) dell'avvoltoio.

Bisogna ricordare, in via generale, che investimenti molto remunerativi ma poco liquidi, come le transazioni “*loan-to-own*” e in generale il “*growth investing*”, sono anche molto più rischiosi rispetto ad investimenti “*value investing*” di breve termine; infatti questi ultimi sono valutabili facilmente, prendendo come riferimento il prezzo di mercato corrente dei titoli, e risultano velocemente trasferibili sul mercato al momento opportuno.

Al contrario, la strategia *growth* viene approcciata dal fondo con estrema cautela, attraverso lo svolgimento di un'articolata *due diligence* a monte dell'investimento.

Non di meno, il fondo avvoltoio suole ricercare anche società coinvolte in complesse procedure, anche legali, che creino evidenti inefficienze sui prezzi dei titoli *distressed*: le complessità strutturali e legali del mercato di tali strumenti finanziari aiutano ad allontanare il resto degli investitori, intimoriti dalla contorta procedura di riorganizzazione aziendale e dagli intricati contenziosi giuridici. Ciononostante questi investimenti possono maturare straordinari profitti nel lungo termine.

In definitiva, il successo del *vulture investing* si basa per lo più su:

- la piena comprensione della società target,
- la capacità di sapere attendere con pazienza il momento ottimale per intervenire,
- il saper individuare lo strumento “fulcro”, su cui far leva al fine di ottenere la maggiore influenza possibile sull'impresa.

La leva in questione si esplicita:

³⁴ Giovanni R., Cafaro A., Cassi F., *Il turnaround plan nell'ambito delle procedure in continuità: il piano industriale e la manovra finanziaria*, in Capizzi V. (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014, pp. 150 e ss.

- sia sotto forma di conversione del debito nel maggior numero di azioni possibili, dato l'investimento iniziale per acquistare il prestito bancario o le obbligazioni (*debt-for-equity swap*);
- sia sotto forma di escussione di asset posti a garanzia del credito, acquisito a sconto, sfruttando possibilmente una “*blocking position*” per avere maggiore voce in capitolo nella ristrutturazione;
- sia sotto forma di ottenimento del controllo dei processi decisionali aziendali, dopo aver raggiunto la quota azionaria di maggioranza pagando un irrisorio prezzo per azione.³⁵

È importante infine sottolineare che la quintessenza che differenzia un fondo avvoltoio da altri è il suo grado di resilienza: questa qualità si rivela nel momento in cui è opportuno che il *vulture investor* sappia desistere dalla posizione detenuta e mostri d'essere disposto a seguire la direzione opposta a quella del mercato.

Il fondo mostrerà quest'attitudine, sintomo di coscienza gestionale e di flessibilità nell'investimento, allorquando:

- riconosca di aver commesso un errore nell'intervenire in una società, che può solo distruggere irrimediabilmente valore, e
- posseda la fermezza di retrocedere prontamente da un investimento inesorabilmente perdente.

L'approccio di *private equity* - che rientra nella strategia *growth investing*- richiede molta più pazienza rispetto ad un approccio di tipo *value investing*, per poter generare un “*big payoff*”: non avere miopia nelle tempistiche dei ritorni può risultare cruciale, dal momento che spesso i fondi avvoltoio sono coinvolti in lunghe e complesse procedure di ristrutturazione aziendale prima di potere scorgere i primi ritorni.

Nel caso in cui la società target fosse quotata, un'operazione *M&A* che protenda al *delisting* della stessa, può risultare un'ottima soluzione se si ritiene che in tal modo si riescano ad evitare i molteplici costi richiesti per essere “*public*”; per esempio gli oneri relativi alle esigenze di trasparenza, all'organismo di vigilanza, o alle diverse associazioni di categoria, senza parlare degli svariati costi burocratici.

Inoltre i sostenitori di tale strategia *private* ritengono che la società non quotata, non dovendo pubblicare trimestralmente gli incrementi degli utili d'esercizio, ha maggior

³⁵ Gilson S.C., *op. cit.*, p. 23 e ss.

facilità nel realizzare i grandi cambiamenti necessari per poter dar luogo al *turnaround* appieno.

Tuttavia è possibile addurre a contraltare di queste affermazioni che, una volta tornata a quotarsi la società, potrebbe essere molto costoso ripristinare di nuovo le funzioni di “*public and investor relations*”; per giunta la perdita di un mercato liquido per le azioni è foriero di costi impliciti.³⁶

Può essere altresì conveniente per l'impresa deliberare un aumento di capitale per ottenere nuove risorse finanziarie e fronteggiare lo status di insolvenza piuttosto che uscire dal mercato regolamentato, così da mantenere liquido l'unità minima di partecipazione al capitale sociale (l'azione).

Può accadere talvolta che il fondo avvoltoio entri nella compagine sociale della società target e trovi altri fondi di investimento, o investitori finanziari in generale, che partecipano al controllo aziendale. Dunque, si può creare in tal caso un sindacato di *private equity*: tuttavia ciò comporta che il gruppo intero sia vincolato nella detenzione in portafoglio delle partecipazioni, finché non si decida congiuntamente a vendere la società ad un altro acquirente *private* o industriale, ovvero, a cederla al mercato mediante IPO. Il problema incorre nelle prospettive degli investitori, potenzialmente divergenti. Ognuno, infatti, ha la propria strategia e la propria visione su come rendere profittevole un business, quando venderlo e a quanto. La situazione peggiore capita allorché troppi tra i nuovi azionisti sono anche gli ex creditori. Questi ultimi, a differenza del fondo avvoltoio, hanno finanziato in passato la società per il pieno valore del credito; da tale circostanza origina un enorme conflitto inerente il “se” ed il “come” vendere la società.

Alcune volte il fondo sceglie di assumere una posizione “*active*” nella realtà aziendale in crisi, mettendosi in gioco direttamente nel processo di ristrutturazione. Quando i partner avvoltoio scorgono un ampio guadagno, sebbene sia realizzabile nel lungo termine, essi analizzeranno in maniera esaustiva le condizioni in cui versa la target ristrutturanda ed il potenziale *return* dell'investimento, oltre che le varie possibili strategie d'uscita.

³⁶ Tornare ad essere “public” implica costi non certo da sottovalutare. Basti pensare alle commissioni in favore della banca che è incaricata dell'IPO, ovvero, le commissioni da pagare per l'ingresso nel mercato regolamentato, nonché i costi per la consulenza legale, la società di revisione e gli obblighi informativi.

In effetti, il *growth investing* richiede un impegno temporale e gestionale rilevante e dunque interessa non più del 10-20% del portafoglio avvoltoio. L'essere "active" include partecipare ai comitati di creditori durante la ristrutturazione, ovvero, entrare a far parte del consiglio di amministrazione della risananda. In questi casi il fondo tenta di influenzare la ristrutturazione da solo o di concerto con altri investitori con cui arriva a detenere una quota di controllo (*blocking position*). Rientra nella strategia *growth* anche il detenere, da solo o insieme con un comitato di obbligazionisti o di banche creditrici, una posizione dominante che consenta di avere una forte voce in sede di votazione del piano di ristrutturazione.

L'ideale sarebbe prima acquistare il titolo "fulcro" quando il suo prezzo è crollato e dopo unirsi ad una fazione di creditori per creare la *blocking position*; questo perché il fondo *distressed* ha speso di meno per avere lo stesso titolo dei membri del comitato e, dunque, presenta un'esposizione al rischio inferiore ma può anch'esso votare e proporre piani in concorrenza con quello del debitore.

In aggiunta, il fondo può acquistare una partecipazione azionaria dominante o convertire il credito vantato in *equity*, per poi influenzare la *corporate governance* nella redazione di un piano che sia atto a risollevarlo il business.

Prendere parte ad un ruolo attivo nella riorganizzazione aziendale può essere foriero di ritorni finanziari straordinari, anche perché gli altri investitori concorrenti non hanno intenzione di assumere un ruolo attivo nella compagine sociale e di abbandonare la loro visione di guadagno di breve termine: non possiedono, infatti, né le competenze manageriali adatte né le risorse ed il tempo idonei da destinarvi.

Tutto ciò lascia spazio al fondo avvoltoio di assumere le redini del destino societario e di poter non condividere il futuro premio di controllo con altri concorrenti *distressed manager*, all'atto della cessione; anche a costo di accettare la scarsa liquidità dei titoli azionari acquistati e la lunga durata dell'investimento.

1.3.1 Value Investing:

1.3.1.1 Super Senior Debt.

Prestare denaro ad una società in ristrutturazione o in concordato è un “*topos*” per i *vulture fund*, particolarmente per quelli che hanno clausole statutarie di *lock-up* di lungo termine sulla durata dell’investimento: queste clausole vietano agli investitori avvoltoio dal ritirarsi dall’investimento per alcuni anni. Seguendo questa strategia, i fondi prestano cassa alla società, che è alla ricerca disperata di disponibilità liquide a tal punto da accettare accordi che non avrebbero altrimenti mai considerato nemmeno.

Tali prestiti, ad alto interesse, includono garanzie sugli asset aziendali, ovvero stringenti clausole contrattuali, come ad esempio vincoli di vendita della società o di asset, entro trenta o sessanta giorni, se non si provvede al rimborso di tale finanza. Se la società ripaga il prestito, l’investimento può dirsi di successo; spesso accade invece che la sottoscrizione del prestito risulta sostanzialmente rivelarsi in futuro una forma di acquisizione.

Negli USA si parla di “*DIP financing*”³⁷, i.e. “*debtor in possession*” *financing*, nel caso in cui la società debitrice sia ormai entrata nella disciplina del *Chapter 11* e abbia ricevuto finanziamenti dopo il deposito in tribunale della domanda (c.d. “*bankruptcy petition*”)³⁸ di ammissione alla disciplina del *Bankruptcy Code (Title 11 of United States Code)*. Tali finanziamenti godono della prededucibilità nel rimborso rispetto agli altri creditori³⁹.

Tale pratica americana rimanda inevitabilmente il pensiero alla normativa italiana in merito ai finanziamenti negli accordi di ristrutturazione e nel concordato preventivo.

³⁷ Gilson S.C., *op. cit.*, p.27 e ss

³⁸ La disciplina fallimentare americana assomiglia alla normativa italiana in materia di *restructuring*: infatti negli USA è possibile procedere a una ristrutturazione “*in-court*”, ossia sotto la disciplina del *Chapter 11 (the reorganization)*, ovvero, “*out-of-court*”, i.e. in via stragiudiziale (c.d. “*workout*”). Parimenti in Italia esistono, da un lato, il piano di risanamento e gli accordi di ristrutturazione, che non presentano ingerenza del tribunale, dall’altro, il concordato preventivo, che invece prevede il decreto di omologazione del concordato oltre che la presenza del commissario giudiziale e del giudice delegato.

³⁹ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 425 e ss.

In particolare, in vista del risanamento, per garantire la continuità aziendale, assume notevole rilievo assicurare alla ristrutturanda l'accesso a valide fonti di finanziamento.

Dal momento che il valore del debito ha ormai schiacciato e quindi annullato il valore dell'*equity* aziendale, l'imprenditore, o gli azionisti in senso generico, non ha più un proprio patrimonio e ciò comporta che, *sic stantibus rebus*, i reali sostenitori del rischio d'impresa siano ormai i creditori. Dunque tutti gli atti posti in essere dalla società sono d'ora in poi connotati da un alto grado di instabilità.

Come predetto, nel Nord America il *reorganization plan* trova fonti necessarie alla sua fattibilità dal "*DIP financing*".

Similarmente, in Italia sono prededucibili, secondo l'art. 182-*quater* e ss l.f., i finanziamenti erogati all'impresa in crisi che:

- sono "in esecuzione" del piano di risanamento ("nuova finanza");
- sono "in funzione della predisposizione" del piano ("finanza ponte");
- sono "in funzione del conseguimento degli obiettivi" del piano ("finanza strumentale").⁴⁰

La nuova finanza serve a dar esecuzione al piano già autorizzato dal tribunale per "omologa" degli accordi di ristrutturazione, ovvero, per "ammissione" alla procedura di concordato preventivo.

La finanza ponte ha per scopo:

- consentire al debitore di mantenere la solvibilità fino al momento in cui il suo patrimonio sarà tutelato dalle azioni dei suoi creditori a seguito della presentazione della domanda di concordato preventivo o di omologa dell'accordo;
- garantire il *going concern*;
- pagare le spese della procedura, per esempio i professionisti incaricati di assistere l'imprenditore.

La finanza strumentale, invece, è destinata alle finalità espresse dal piano.

Non è superfluo ricordare che la prededuzione è concessa laddove il finanziamento sia ammesso dal tribunale e che l'esperto attesti la sua funzionalità di migliorare la soddisfazione dei creditori.

⁴⁰ Rubino M., *Fallimento e concordato preventivo: le novità di agosto*, www.leggioggi.it, 11 settembre 2015

1.3.1.2 *Obbligazioni convertibili*

La sottoscrizione di obbligazioni convertibili⁴¹ rappresenta una corretta modalità di investimento per un fondo avvoltoio, allorché non risulta chiaro fin dapp principio il tipo di strategia da adottare: investire in strumenti rappresentativi di capitale sociale o in titoli di debito. Le obbligazioni convertibili permettono la conversione delle obbligazioni sottoscritte in azioni di compendio, effettuabile durante alcuni intervalli di tempo prestabiliti. Tale possibilità risulta conveniente, qualora il processo di ristrutturazione aziendale abbia successo. Se il *turnaround*, dunque, conduce effettivamente alla rimozione delle cause dello stato di insolvenza e comporta pertanto un incremento del valore dell'*equity*, il fondo convertirà in azioni i propri titoli di debito al rapporto prefissato di concambio. In tal modo il fondo avvoltoio si ritrova con un ammontare di azioni dal valore maggiore del prezzo di conversione e beneficerà della remunerazione della performance del capitale di rischio (*equity kicker*).

Risulta lapalissiano che l'investitore avvoltoio, se avesse certezza del rialzo del corso azionario, sarebbe senz'altro motivato ad investire in azioni fin dall'inizio. È importante sottolineare che se il merito di credito dell'emittente degradi ulteriormente, le obbligazioni avranno un rendimento maggiore dovuto all'incremento del profilo di rischio del titolo. Tale maggior rendimento va a compensare pertanto il costo di conversione implicito, che è insito nel valore della cedola di un'obbligazione convertibile.

Un'obbligazione convertibile, infatti, ha la caratteristica peculiare di maturare un interesse inferiore rispetto alla tradizionale obbligazione, poiché il suo minor rendimento è legato al costo sostenuto dal suo detentore di poter convertire in azioni. Pertanto, il costo di conversione in azioni, viene compensato dal maggior rendimento collegato al basso *rating* della società emittente (la target).

⁴¹ Moyer S.G., *Distressed Debt Analysis*, J. Ross, Fort Lauderdale, Florida, 2005, p. 135: Le obbligazioni convertibili sono titoli obbligazionari con la peculiarità di consentire al detentore la conversione del valore nominale dell'obbligazione in uno specifico numero di azioni, dette di compendio. La conversione si attua in base ad un rapporto di cambio. Tale rapporto sottintende un prezzo azionario che è in genere del 18-25% al di sopra del corso azionario al tempo dell'emissione dell'obbligazione. Tale percentuale è il premio di conversione.

Questi titoli convertibili, cosiddetti “*busted*”⁴², rappresentano una rilevante opportunità per gli investitori avvoltoio, poiché la quotazione dell’azione sottostante è di gran lunga inferiore al prezzo di conversione al momento della sottoscrizione; a differenza di un’obbligazione convertibile “bilanciata”, che prevede invece un corso azionario sottostante quasi pari al prezzo di conversione.

In caso contrario, invece, qualora il prezzo azionario salga per effetto del rilancio del business, consequenziale alla fuoriuscita della fase di *turnaround*, il fondo potrà partecipare al rialzo azionario convertendo i titoli obbligazionari.

Dunque l’obbligazione convertibile consente, in via di massima, di combinare la protezione contro i ribassi e la partecipazione ai rialzi, da un lato producendo maggiori interessi, dall’altro offrendo azioni dal valore maggiore del prezzo di conversione.

Qualora la società target emittente sia quotata, la sottoscrizione da parte del fondo avvoltoio dei titoli in questione rientra nella fattispecie del “PIPE” tradizionale, “*private investment in public equity*” - i.e. la circostanza che si verifica allorché la società quotata realizzi un’emissione *private*, ossia riservata al fondo chiuso.

È fondamentale ricordare che le obbligazioni convertibili sono state un’importante fonte di risorse finanziarie per qualsiasi impresa, soprattutto per quelle in difficoltà che presentano prezzi azionari *depressed*; pertanto, i fondi avvoltoio possono ritrovarsi talvolta a doversi confrontare con i *distressed hedge fund* che attuano una strategia di arbitraggio sui titoli convertibili.

La strategia consiste nel detenere una posizione lunga su un’obbligazione convertibile e contemporaneamente una posizione corta sulle azioni sottostanti⁴³.

Se il corso azionario scende, l’*hedge fund* riacquista alcune azioni; viceversa, se il prezzo azionario sale, esso vende più azioni. Sebbene il livello di rendimento risulti irrisorio, l’arbitraggio permette a questi fondi di ridurre il rischio in modo notevole. La presenza degli *hedge fund* arbitraggisti all’interno del mercato delle obbligazioni convertibili è una questione di grande rilievo, dal momento che oltre il 70% di questo mercato vede protagonisti questi fondi⁴⁴.

⁴² Cfr. Lombard Odier investment managers, *White Paper – Obbligazioni convertibili – Il meglio di due mondi*, www.loim.com, marzo 2015.

⁴³ Cfr. Choi D., Getmansky M., Henderson B., Tookes H., *Convertible bonds, arbitrageurs as suppliers of capital*, *The review of financial studies*, vol. 23, n. 6, giugno 2010

⁴⁴ Choi D., Getmansky M., Henderson B., Tookes H., *Convertible bonds, arbitrageurs as suppliers of capital*, *The review of financial studies*, vol. 23, n. 6, giugno 2010, p. 2493 e ss.

1.3.1.3 *Acquisto dei debiti finanziari.*

La strategia di investimento per cui sono famosi i fondi avvoltoio è proprio l'acquisto di debito finanziario della società target. Dal lato del creditore, alcuni prestatori diventano *forced seller* proprio nel momento più errato (cioè il momento di minor liquidità del mercato dei prestiti), oppure diventano più duttili nello svendere il credito finanziario in sofferenza.

Basta considerare i fondi comuni di investimento⁴⁵ altamente focalizzati sul merito di credito delle target. Tali fondi sono spesso volte costretti ad investire in realtà imprenditoriali che risultano possedere una soglia minima di merito creditizio. Quando una società, presente in portafoglio, entra in stato di crisi o il suo *rating* crolla, automaticamente questi fondi diventano *forced seller*, e dunque preda degli avvoltoi.

Ugualmente, le ordinarie banche commerciali possono essere incentivate a vendere un credito deteriorato in tempi prematuri. Una volta che esso è diventato una mera "sofferenza" nell'attivo patrimoniale bancario, l'istituto di credito si ritrova a dover allocare più patrimonio a fronte del prestito, il cui valore viene ponderato per il rischio. Tale maggior allocazione rende più costoso detenere la sofferenza tra le attività e spinge la banca a svalutare il valore del credito vantato.

Sono evidenti gli incentivi della banca nel cancellare quanto prima possibile il credito non performante dallo stato patrimoniale, con poca preoccupazione del suo valore di libro; le banche, pertanto, possono scaricare ai fondi avvoltoio i titoli *distressed* per evitare di rimettervi tempo e competenze legali nella procedura di ristrutturazione.⁴⁶

In definitiva, i fondi avvoltoio mirano ad acquistare i *loan* detenuti dalla banca, pagando spesso un valore pari al rapporto di 20 o 30 centesimi su 1 euro

⁴⁵ C.d. "*Mutual fund*".

⁴⁶ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 18 e ss.

1.3.1.4 Deleveraging.

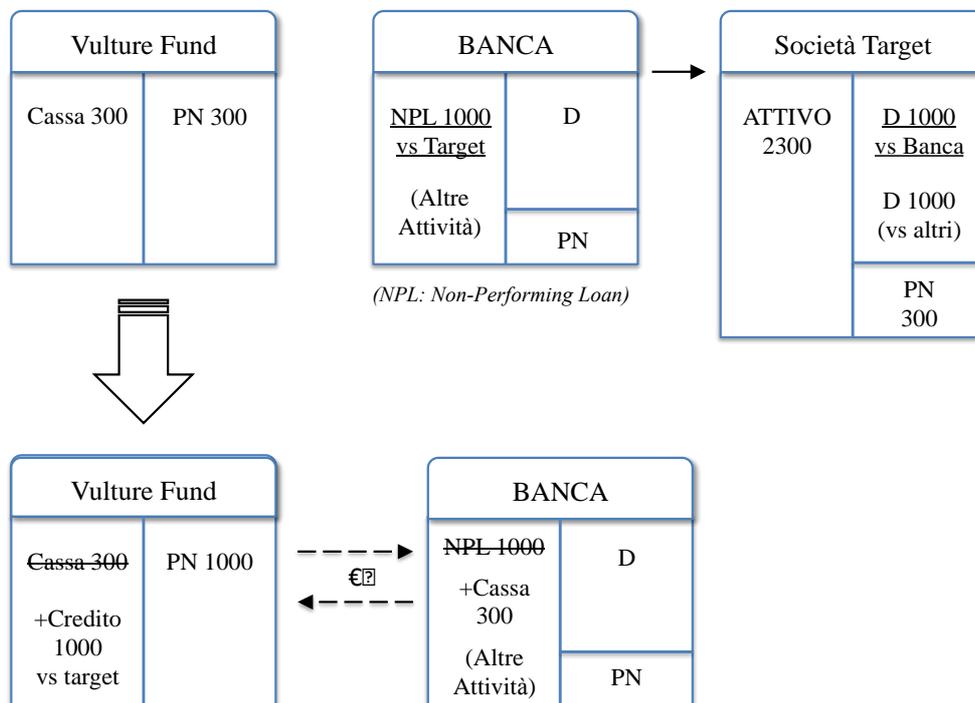
Con questo termine mi riferisco a un modello di finanza straordinaria che consente all'impresa target di alleggerire il peso dell'eccessiva leva finanziaria.

Questo modello è un'architettura di operazioni a cascata, che permette al fondo avvoltoio di guadagnare per ben due volte e alle banche di vedersi incassare, in breve tempo, una quota del valore nominale delle sofferenze.

Nello specifico, l'operazione di *deleveraging*⁴⁷ è costituita dalle seguenti fasi:

1ª fase: Il *vulture fund* acquista una parte dei debiti finanziari della società insolvente, pagando una percentuale irrisoria del valore nominale all'istituto bancario creditore.

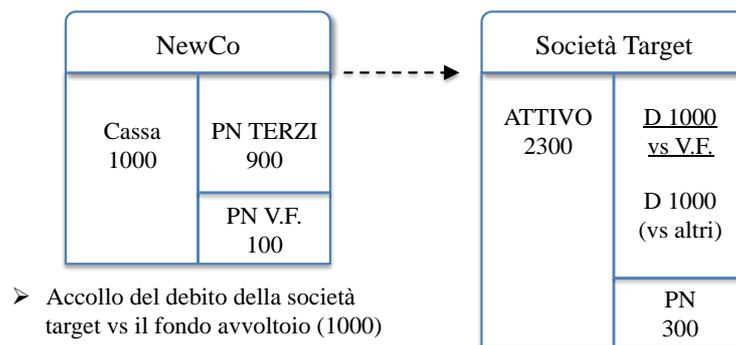
Nell'esempio 1/3 del valore del *non-performing loan*.



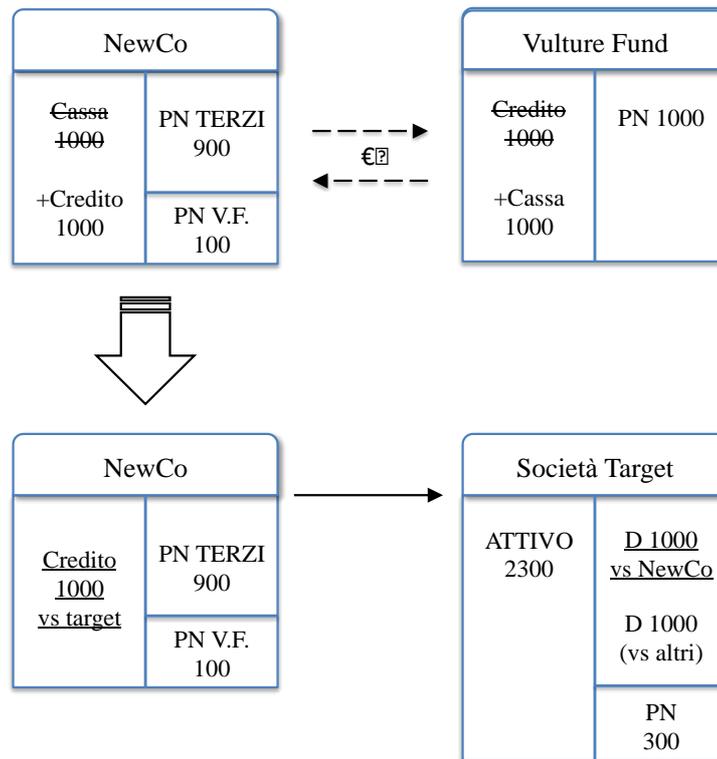
⁴⁷ Giovanni R., Cafaro A., Cassi F., *Il turnaround plan nell'ambito delle procedure in continuità: il piano industriale e la manovra finanziaria*, in Capizzi V. (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014, pp. 158.

2ª fase: Si crea una *NewCo* che raccolga un ammontare di fondi tali per cui riesca a rimborsare la quota di finanziamenti acquistata dal *vulture fund*: il patrimonio della *NewCo*, sarà costituito, per una minima parte, da risorse finanziarie apportate dal fondo avvoltoio e, per la maggiore, da apporti di terzi, i quali sono interessati nel prendere il controllo della società in crisi; i soggetti terzi possono essere sia altri fondi chiusi sia società industriali.

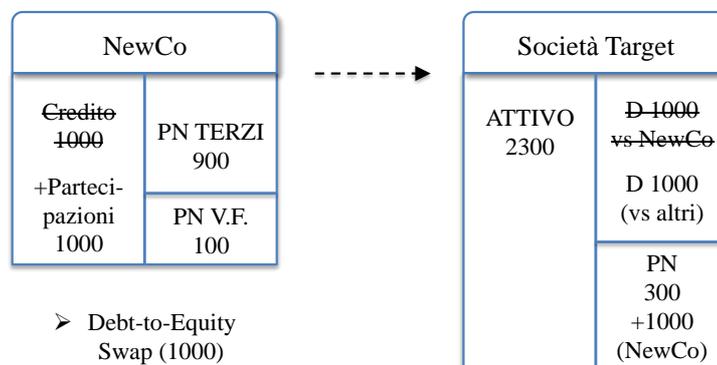
Dunque, la *NewCo* di recente costituzione sottoscriverà un contratto con la società target, che preveda, come prestazione, l'accollo da parte della *NewCo* per la quota dei debiti finanziari e, come controprestazione, l'emissione futura di azioni da parte della ristrutturanda, in favore del veicolo, per un valore pari alla quota dei debiti finanziari di cui prima - i.e. la società *distressed* approverà un *debt-to-equity swap* in favore della *NewCo*, una volta che quest'ultima abbia rimborsato il debito accollatosi e, dunque, sia diventata sua creditrice.



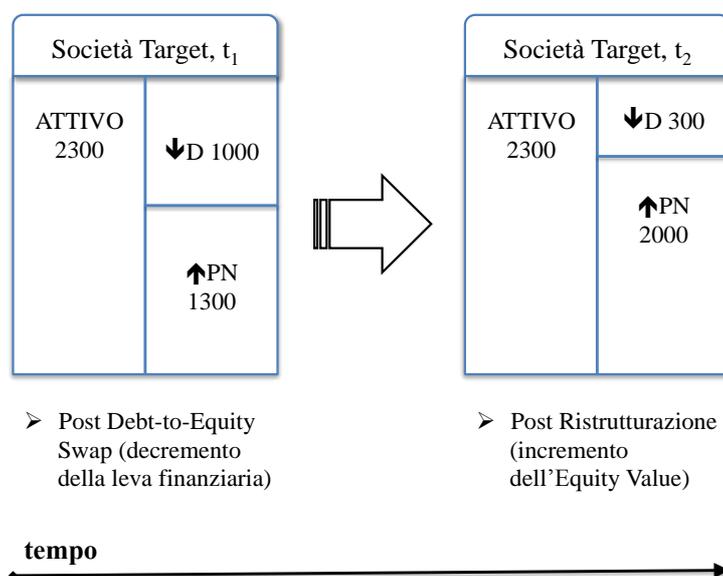
3ª fase: Essendo quindi cambiato il creditore, a seguito della cessione a sconto dei crediti al *vulture fund*, la *NewCo* avrà per acollatario proprio il fondo avvoltoio, che è in minima parte anche il proprietario della società veicolo stessa. Quest'ultima, dunque, rimborsa il debito finanziario, pagando al fondo avvoltoio la percentuale massima del suo valore nominale.



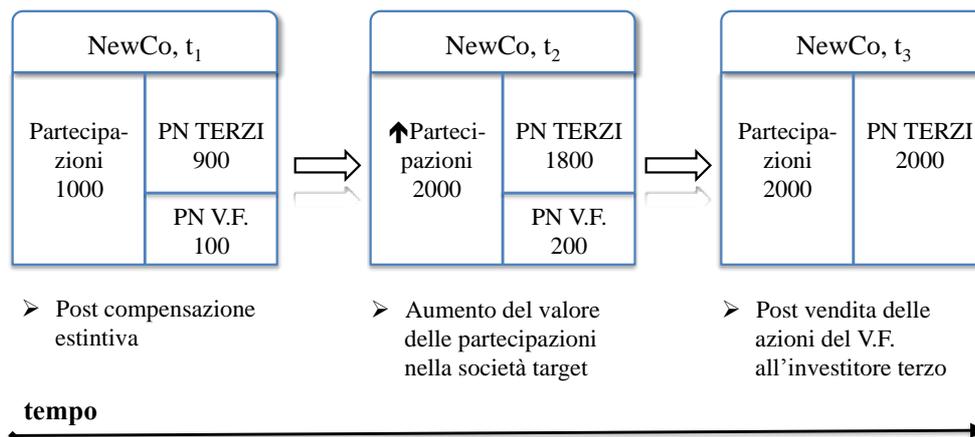
4^a fase: Contestualmente al rimborso del debito, la NewCo compie lo *swap* ottenendo azioni al posto del credito. In qualità di neo-azionista attivo della società in crisi, essa si impegna nei processi decisionali assembleari e nomina amministratori di fiducia, i quali realizzeranno il piano di azioni ritenuto idoneo a risanare l'attività.



5^a fase: Rimosse le cause della crisi e ristrutturata la società, è verosimile che il valore dell'*equity* si incrementi, sia perché con l'intervento della NewCo la società in crisi trova sollievo dall'accollo del debito così da sperimentare una leva finanziaria più contenuta, sia perché con il processo di risanamento l'azienda ritorna a rispettare le scadenze rateali a servizio del debito e provvede a reintegrare il flusso di cassa a disposizione degli azionisti.



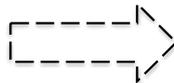
6^a fase: Il *vulture fund* potrà cedere le proprie azioni al terzo investitore, che avrà la massima disponibilità ad acquistarle, soprattutto se l'ultima riga del conto economico della società risanata mostra di rispondere positivamente agli effetti del rilancio del business: il *vulture fund* percepirà in tal modo un secondo guadagno derivante dal *capital gain* azionario.



RISULTATO

Flussi di cassa V.F.

-300 (NPL)
-100 (NewCo)
+1000 (Accollo)
+100 (Capital Gain)



Ritorno dell'operazione di
Deleveraging = +700

1.3.1.5 Cartolarizzazione.

Accade talvolta che, quantunque la decisione circa l'investimento sia stata ben ponderata anche tramite una fitta ed incentivante *due diligence*, la posizione detenuta dal fondo si riveli d'un tratto una trappola. Ad esempio, quando le procedure legali prendono una piega diversa da quella attesa, oppure, quando capitano eventi “*trigger*” che vadano a distorcere il naturale percorso di ristrutturazione, quale può essere l'intervento di altri investitori nel capitale *distressed*.

In tal caso, il fondo avvoltoio può ricorrere ad una soluzione di finanza strutturata, che, negli anni addietro il 15 settembre 2008⁴⁸, rappresentò il *mainstream* delle *investment bank* americane: l' “*Originate-to-distribute*”. Questa soluzione assurge a valida occasione di mitigazione del rischio di investimento per il *vulture fund*.

⁴⁸ Giorno in cui la Lehman Brothers Holdings annunciò di voler depositare, presso il tribunale del Southern District di New York, istanza di fallimento. La bancarotta rappresenta il più grande caso di fallimento di una banca d'investimento al mondo, da quando, nel febbraio del 1990, la Drexel Burnham Lambert dichiarò fallimento sotto le molteplici accuse di frode.

Tramite lo strumento della cartolarizzazione⁴⁹ (*securitisation*)⁵⁰, infatti, si permette al fondo avvoltoio, in qualità di “*originator*”, di trasferire al mercato un portafoglio di crediti *non-performing*⁵¹ o un portafoglio di partecipazioni di natura *private* in entità *distressed*, che risultano non liquidi e dunque non negoziabili altrimenti⁵².

Inoltre, il *vulture fund* può trasferire semplicemente il rischio dell’attività⁵³, che sia un credito o una partecipazione, per mezzo di *credit derivative*.

Entrambe le forme di cartolarizzazione esplicitano la propria funzione allo stesso modo: gli investitori sono esposti al rischio di credito associato al pool di attivi.

Nel dettaglio, con la cartolarizzazione tradizionale si realizza una cessione “*pro soluto*” di un portafoglio di attivi del *vulture fund* (*originator*) ad uno SPV, o veicolo societario costituito *ad hoc*; con quella sintetica, invece, gli attivi sono tenuti ancora nel bilancio dell’*originator*, tuttavia viene trasferito solo il rischio relativo, tramite derivati creditizi, ma non la proprietà degli attivi in questione.

Queste operazioni permettono all’investitore avvoltoio di capovolgere un investimento di insuccesso in una pregevole forma di exit.

Allorquando si tratta di crediti *non-performing*, difficilmente riscuotibili anche per il fondo avvoltoio – cioè che non promettono un rimborso almeno dell’ammontare inizialmente speso per l’acquisto del credito – conviene strutturare una cartolarizzazione classica, poiché essa protende alla mera cancellazione dei titoli presenti in portafoglio.

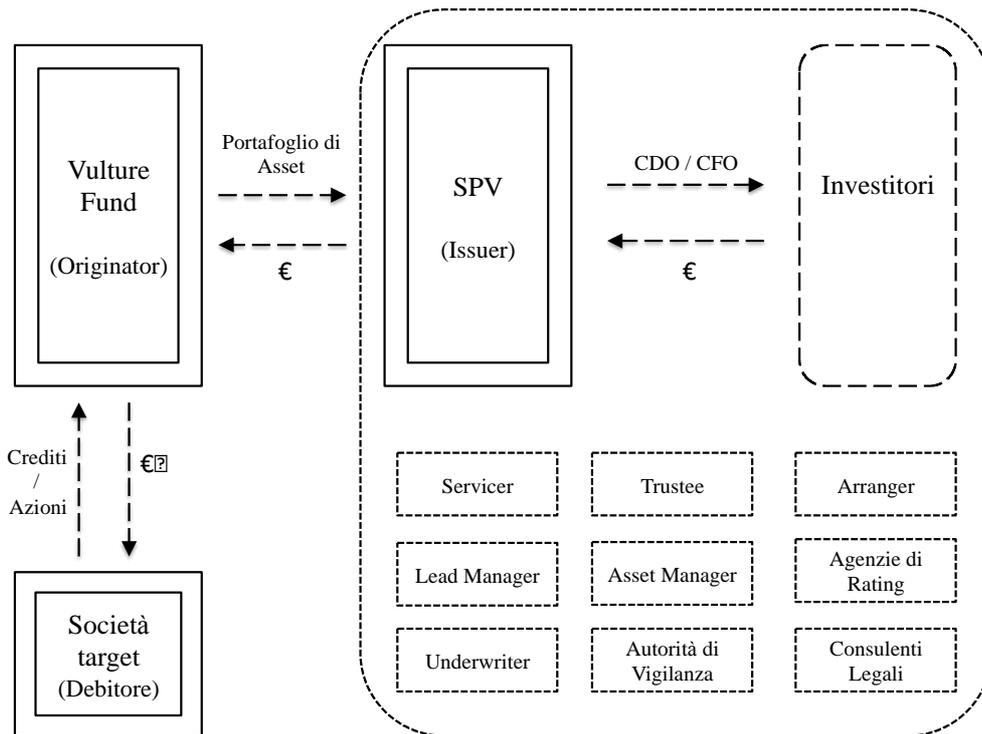
⁴⁹ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, p. 52.

⁵⁰ Con il termine “*securitisation*” si intende lo smobilizzo di poste dell’attivo non negoziabili e la loro trasformazione in titoli liquidi (*securities*).

⁵¹ I “*non-performing loan*” sono crediti deteriorati, che si declinano in “incagli” e “sofferenze”. Queste ultime presentano una probabilità di recupero inferiore rispetto agli incagli.

⁵² *Securitisation* tradizionale dei *non-marketable* asset.

⁵³ C.d. “*Synthetic securitisation*”.



Come rappresentato nel grafico, nella cartolarizzazione tradizionale, il fondo chiuso vende gli asset al veicolo SPV; quest'ultimo provvede poi ad emettere *bond* sul mercato dei capitali. Questi *bond* sono i cosiddetti “*asset-backed securities*”, ABS, garantiti dalle attività cedute. Dunque lo SPV emette sul mercato titoli ABS, dal cui ricavato originano le risorse necessarie per il pagamento del portafoglio di attività venduto dal fondo *originator*. È doveroso ricordare che i flussi finanziari spettanti ai sottoscrittori di ABS sono assicurati dagli incassi periodici provenienti dagli attivi sottostanti acquistati.

L'emissione di ABS viene strutturata in varie *tranche* di *rating* decrescente, caratterizzate da un differente livello di subordinazione. La *tranche equity* rappresenta, per esempio, la parte di provvista più esposta al rischio, quella cioè su cui si scaricano *in primis* le perdite da insolvenza che emergono qualora l'asset sottostante sia costituito da crediti⁵⁴.

La categoria madre degli ABS può essere declinata anche nel campo dei fondi avvoltoio e assumono la nomenclatura di “*collateralized fund obligation*” (CFO) o

⁵⁴ Forestieri G., *Corporate & investment banking*, III ediz., Egea, Milano, 2015

“*collateralized debt obligation*” (CDO), qualora tali strumenti abbiano come asset sottostante partecipazioni *private* o titoli di debito.

Si dà il caso che quanto più sono di bassa qualità gli asset ceduti, tanto maggiori sono i costi, i.e. le commissioni, da sostenere per strutturare l’operazione; ciò significa definire l’entità dei rischi da trasferire agli investitori. Maggiore è il rischio trasferito, maggiore è il costo del finanziamento; d’altro canto, è pur vero che più si utilizzano le tecniche di “*credit enhancement*”⁵⁵, maggiori sono i costi dell’operazione, ossia le commissioni.

Nell’articolare il *deal*, il *vulture fund* si ritrova a dover trattare con soggetti terzi che coadiuvano la procedura della cartolarizzazione, svolgendo attività supplementari. Con riferimento allo schema della cartolarizzazione adottata dagli istituti di credito, i terzi soggetti coinvolti possono essere:

- Il “*Servicer*”, che provvede al pagamento degli investitori e controlla le garanzie prestate; tuttavia può anche occuparsi della riscossione dei crediti ceduti, anche tramite vie legali qualora necessario.
- Il “*Trustee*”, che assicura il regolare e corretto pagamento a tutela degli investitori di ABS.
- L’“*Arranger*”, che è una banca di investimento con il compito di allestire tutto il procedimento della *securitisation* e supportare il fondo avvoltoio *originator*.
- Il “*Lead manager*”, un altro intermediario finanziario, che si occupa del *placement* sul mercato degli ABS.
- L’“*Asset manager*”, che gestisce il portafoglio di attivi costituenti il *collateral* degli ABS.
- Le “*Agenzie di rating*”, che attribuiscono un certo merito di credito ai titoli emessi dallo “*SPV*”, definendo così il rendimento minimo da garantire ai sottoscrittori.
- L’“*Underwriter*”, che si impegna a rilevare l’emissione di titoli emessi, totalmente o parzialmente.
- L’“*Autorità di vigilanza*”, che approva la costituzione dello SPV da parte del fondo ed il collocamento degli ABS sul mercato.

⁵⁵ Per “*credit enhancement*” si intendono le clausole contrattuali che rendono appetibile la sottoscrizione di titoli emessi da parte dello SPV agli investitori e che regolano l’allocazione dei rischi tra le *tranche* degli ABS (CFO oppure CDO).

Rimane da tenere presente che, in alcune *securitisation*, è facile notare la presenza costante anche di “controparti di *hedging*”, i quali si offrono di assicurare il rischio del tasso di interesse: ossia, qualora vi sia discordanza tra i tassi d’interesse provenienti dai crediti ceduti dal fondo e quelli da dover pagare ai sottoscrittori, interviene la controparte di *hedging* a coprire tale rischio.

Descritto lo schema della cartolarizzazione classica, è doveroso rappresentare anche l’operazione alternativa, la *synthetic securitisation* a cui ricorrono i fondi avvoltoio, allorché preferiscano assicurarsi dal rischio di credito: caso meno frequente rispetto a quello tradizionale.

Nella cartolarizzazione sintetica, infatti, il fondo avvoltoio trasferisce il rischio di credito degli attivi in questione al mercato per il tramite dello SPV, mediante “*credit derivative*”⁵⁶, quali possono essere “*credit default swap*” (CDS) o “*credit linked note*” (CLN). Tenendo sempre in considerazione che le attività soggette a *securitisation* rimangono sul bilancio del *vulture fund* lo SPV sottoscrive CDS relativi agli asset da cui origina il rischio.

Più specificamente, un esempio verosimile che chiarisca l’operazione è il seguente. *In primis* il *vulture fund* in veste di “*originator*”, corrisponde un premio allo SPV a fronte di un’emissione di CDS⁵⁷. In secondo luogo, l’SPV emette CLN⁵⁸, che vengono stratificati per *rating* e investe ciò che ricava dall’emissione di CLN sul mercato comprando titoli di alta qualità, come quelli di Stato. Tali titoli rappresentano la garanzia (*collateral*) per i sottoscrittori del rimborso delle CLN.

Inoltre lo SPV instaura un rapporto ulteriore con una controparte che possiamo definire “*super senior swap counterparty*”: il veicolo societario paga un premio a

⁵⁶ I “derivati su crediti” sono strumenti finanziari che permettono il trasferimento degli effetti economici del rischio di credito derivante dalla società target (c.d. “*reference entity*”) verso cui si detiene una partecipazione o un credito finanziario.

I soggetti coinvolti nel contratto dei derivati creditizi sono: il “*protection buyer*”, il fondo che acquista protezione e si assicura dagli effetti economici del rischio, ed il “*protection seller*”, che vende la protezione richiesta.

⁵⁷ I “CDS” sono strumenti derivati che, a fronte del pagamento di un premio, consentono al “*protection buyer*” di assicurarsi dal rischio di insolvenza della *reference entity*. Il *protection seller* provvederà in tal caso a corrispondere un pagamento a copertura del rischio. In questo contratto si specifica anche il *credit event*, ossia l’evento che denuncia l’insolvenza della *reference entity* e che fa scattare il pagamento da parte del *protection seller*.

⁵⁸ I “CLN” sono strumenti derivati legati al rischio di credito della società target. Sono emessi dal *protection buyer* e sottoscritti dal *seller*. Non ci sono premi da pagare da parte del *buyer*, bensì vengono corrisposti sulle *note* interessi che variano in base alla *performance* della *reference entity*. In caso di manifestazione del *credit event*, il compratore di protezione rimborsa il valore delle *note*, al netto delle perdite intercorse, causata dal peggioramento della qualità del credito.

questa controparte a fronte della copertura di una grossa fetta delle perdite ipotetiche sul *reference portfolio*⁵⁹ (ad esempio l'80%). La controparte dunque sottoscriverà le sue CDS, coprendo l'80% del *reference portfolio*.

La residua percentuale del rischio, il 20% in questo esempio, è addossata agli investitori in CLN, i quali sosterranno le perdite in base alla *tranche* detenuta.

Qualora si verificassero le perdite sul *reference portfolio*, fino al 20% è possibile trasferire le perdite ai detentori di CLN, per la parte eccedente, sarà la controparte "super senior" a provvedere alla copertura. Di qui si può arguire che i sottoscrittori di CLN, qualora la perdita sia pari o superiore al 20%, percepiranno come rimborso il valore nominale delle CLN acquistate al netto delle perdite derivanti dal *reference portfolio*. Ecco che il rischio viene trasferito dai fondi avvoltoio al mercato indistinto. L'uso dei CDS rivela l'opinione del fondo chiuso sul valore della società. La scommessa infatti non è solo sulla capacità dell'azienda di ripagare i suoi debiti, bensì anche su quella della controparte dei CDS, che spesso sono *hedge fund*, i quali speculano su questi derivati negoziando continuamente contratti CDS tra loro⁶⁰.

In definitiva, la cartolarizzazione sintetica risulta essere meno onerosa per il fondo avvoltoio, rispetto all'alternativa classica, e permette di non dover avvisare la società target del *deal* in essere.

1.3.2 *Growth Investing:*

1.3.2.1 *M&A di aziende in crisi.*

Un metodo valido che può perseguire il fondo avvoltoio al fine di applicare la strategia *growth*, può essere l'acquisto della quota di controllo societaria, pagando un prezzo per azione infimo. Infatti tale operazione si concretizza allorquando il fondo, tramite la *due diligence* abbia già valutato che la società ha potenzialità nascoste di ordine industriale o finanziarie, che il management preesistente non è in grado di far emergere o neppure di individuare. Il massimo prezzo pagabile dal fondo

⁵⁹ L'insieme di asset sottostanti, ossia i singoli rapporti di credito.

all'azionista di controllo in caso di società semi-chiusa, ovvero, al pubblico di investitori azionisti in caso di *public company*, sarà infatti la sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa previsti dal piano di risanamento (*fair value*) senza valore terminale, dal momento che la società è in declino, più un premio di controllo che in tal caso sarà molto basso o quasi inesistente.

Ciò accade perché l'azionista si ritrova nella stessa condizione disperata dei creditori (*forced seller*), per cui l'exit da questa realtà *distressed* rappresenterebbe un'offerta non rifiutabile. In aggiunta è doveroso dedurre che la crisi industriale e finanziaria dell'impresa abbia impattato sul patrimonio aziendale, negli anni precedenti il momento dell'intervento avvoltoio, riducendo per perdite anche il capitale sociale oltre che le riserve. Ciò rende più agevole per un *bidder*, quale può essere lo stesso fondo avvoltoio, ottenere la quota di controllo del business in cui il mercato non crede più.

Tuttavia, l'operazione di *M&A* include anche la possibilità di acquisire solo determinati asset aziendali, facilmente sanabili dai *vulture investor*: ipotesi quest'ultima più frequente. Questa strategia esula dall'altra strada alternativa per ottenere il controllo di un asset del debitore. Secondo il principio del "*loan-to-own*", infatti, si arriva a detenere, tramite escussione, la proprietà dell'asset posto a garanzia del credito acquisito dal fondo. Una simile opzione è prevista anche negli Stati Uniti, sotto la nomenclatura di "*credit bid right*", un diritto esercitabile da parte del creditore garantito (*secured*) per formulare un'offerta di acquisto, al fine di rilevare l'asset, usando come mezzo di pagamento la garanzia stessa⁶¹. Ben diverso è il caso dell'acquisto diretto per cassa di rami d'azienda o *business unit* sanabili, di cui prima.

⁶¹ Nel dettaglio, il legislatore statunitense prevede la possibilità che il creditore possa acquisire la proprietà dell'asset, che rappresenta anche la garanzia del suo stesso credito. Egli può acquisirlo formulando un'offerta ("*credit bid*") che è assimilabile e confrontabile con le offerte di *buyer* concorrenti. Tuttavia un fondo avvoltoio, che compra il credito di cui prima a forte sconto, godrà di un vantaggio enorme. Esso infatti formulerà quasi sicuramente l'offerta migliore per la società in crisi, dal momento che può offrire come mezzo di pagamento non la cassa, bensì il valore nominale del *collateral*, posto alla base del credito rilevato *ab origine*, quantunque il suo valore di mercato sia crollato a causa della crisi industriale medesima. Per esempio, si consideri un'obbligazione garantita dal valore nominale pari a 100 euro. La garanzia sottostante l'obbligazione, a causa della fase di *turnaround* aziendale, mostra un valore di mercato che è diminuito a 50 euro. Il *vulture fund* compra tale credito, pagando 30 euro. Il fondo avvoltoio può formulare il suo "*credit bid*" sull'asset in cessione, utilizzando il suo stesso valore nominale di 100 euro. Sarà raro trovare, infatti, un maggior offerente, disposto a rilevare un asset che per il mercato vale molto poco e a pagare più del suo valore di libro, data la crisi industriale intercorrente.

In generale, le ragioni⁶² poste alla base della scelta di rilevare una società in difficoltà finanziaria sono:

- il prezzo economico;
- il ridimensionamento della società, che intende vendere o ha già venduto attività sotto-performanti e non legate all'attività tipica trainante la maggior quota dei ricavi;
- la sostituzione del team di manager;
- eventuali buone previsioni finanziarie, stimate dallo stesso fondo avvoltoio nella valutazione dei flussi di cassa, le quali derivano dalle discontinuità che esso sarà in grado di apportare in azienda al fine di incrementare l'EBITDA e di minimizzare all'osso i costi monetari, per quanto possibile.

Tuttavia l'acquisto di un ramo d'azienda, o attività che sia, è cosa ben diversa dall'acquisto di una intera società. Infatti con l'acquisto dell'impresa si eredita anche il lato passivo dello stato patrimoniale e ciò richiede un coinvolgimento del fondo elevato, soprattutto nella risoluzione della crisi.

Al contrario, in caso di *asset sale* c'è spesso dietro l'azione coercitiva dei creditori che potrebbero aver obbligato la società insolvente a vendere l'asset per soddisfare i suoi debiti finanziari, dopo aver approvato un piano concordatario che preveda tale cessione al miglior offerente – c.d. “offerte concorrenti”, ex art. 2 d.l. 83/2015⁶³.

⁶² J.P. Morgan Chase & Co fornisce un quadro esaustivo circa i fattori strutturali a supporto dell'investimento in “*distressed equity*”.

A) I fattori generali qualitativi:

- Accesso ad informazioni privilegiate in favore dei detentori di titoli di credito;
- Scetticismo della platea di investitori concorrenti riguardo l'intricarsi in oscuri processi di ristrutturazione;
- Vantaggiosi luoghi comuni sul settore *distressed*, per cui molti investitori assumono a priori che i migliori business siano già stati rilevati. Infatti, si ritiene generalmente che solo una società su dieci riesca ad emergere dallo stato di insolvenza;
- Mancanza di “*research coverage*” recenti da parte di analisti finanziari sull'azienda in crisi;
- Massiccia svendita di titoli societari *distressed*, soprattutto da parte dei creditori.

B) I fattori generali quantitativi:

- Svalutazione del debito (da 20% fino ad 80% del valore nominale)
- Ricomposizione dell'attivo patrimoniale: durante la ristrutturazione, infatti, si suole chiudere o cedere rami d'azienda sotto-performanti e terminare i contratti di *leasing*;
- Nomina di nuovi amministratori;
- Mensile deposito in tribunale della situazione economico-finanziaria aziendale;
- Redazione di un piano finanziario, accluso al piano di ristrutturazione.

⁶³ La Sezione 363 del *Code* fallimentare statunitense prevede l'approvazione da parte del tribunale della vendita (“*363 sale*”) di asset dell'impresa entrata nella disciplina del *Chapter 11* all'ente che risulta essere “*the highest and best bidder*”. La “*363 sale*” negli USA può tanto avvenire prima dell'omologa del piano di ristrutturazione, quanto essere parte integrante il piano stesso.

Inutile ricordare che tali transazioni vadano eseguite durante il processo di ristrutturazione e non quando l'impresa dichiara fallimento, affinché possano fornire il giusto incentivo al fondo avvoltoio. In particolare, disquisendo ancora riguardo l'acquisto di una parte della società in crisi, è doveroso ricordare che esistono dei vantaggi correlati con la strutturazione di una vendita all'interno della procedura di *restructuring*, come descritta dagli artt. 67, 160 e 182-bis l.f.

Potrei addurre ad esempio la tutela offerta dalla legge fallimentare sugli “atti [...] posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa” e sugli “atti [...] posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, nonché dell'accordo omologato ai sensi dell'art. 182-bis”⁶⁴. Tali atti “non sono soggetti all'azione revocatoria” e, dunque, sono tutelati gli atti di cessione realizzati sotto queste disposizioni, a differenza delle transazioni che vertono all'esterno delle suddette norme.

In aggiunta, un ulteriore vantaggio deriva dal fatto che, al fine di attrarre un potenziale acquirente - dunque anche un fondo avvoltoio - la società *distressed* cercherà di vendere i rami di azienda, o gli asset che siano, liberi⁶⁵ da qualsiasi ipoteca o vincolo giuridico, ovvero, liberi da partecipazioni azionarie di terzi.

La rimozione dall'asset di codesti vincoli gravosi fa incrementare i prezzi della transazione ai danni del fondo avvoltoio. Tuttavia è opportuno rilevare che l'assenza di tali passività giuridiche sull'attività ceduta, nella maggior parte dei casi, compensa di gran lunga l'aumento di prezzo.

Il *vulture fund*, in qualità di acquirente finanziario, gode di probabilità maggiori nell'aver successo in un'offerta competitiva, rispetto ad uno “*strategic buyer*”. Quest'ultimo include altre società industriali, come i concorrenti della medesima società target, che vantano processi interni aziendali operativi combinabili con le attività della impresa *distressed*.

Teoricamente gli acquirenti strategici sono disposti ad offrire un prezzo maggiore dei *financial buyer*, dal momento che possono godere di rilevanti benefici derivanti dall'integrazione. Per di più, gli acquirenti strategici possono detenere fonti interne di capitali per finanziare le loro acquisizioni, a differenza degli acquirenti finanziari che necessitano di raccogliere capitali da terzi soggetti.

⁶⁴ Art. 67 commi d) ed e) l. f.

⁶⁵ “*Free and clear*”, come citato nella sezione 363 del *Bankruptcy Code* statunitense.

Come se non bastasse, gli acquirenti industriali risultano già consapevoli della panoramica corrente relativa alla clientela, ai vari fornitori, alle attrezzature, ai dipendenti e al valore intrinseco delle attività in quel dato settore di appartenenza. Dunque a loro è richiesto minor tempo per redigere una *due diligence*; sebbene, d'altro canto, l'offerente finanziario è più rapido e abile nel districarsi tra le norme. In aggiunta, il *vulture fund* pagherà ovviamente per mezzo di cassa e non per scambio azionario, dal momento che non è un *bidder* di natura industriale.

Parimenti, la società debitrice avrà convenienza nell'accettare la proposta del fondo, poiché non vorrà mai rilevare informazioni private ai suoi concorrenti, dal momento che queste potrebbero essere usate al fine di danneggiare il loro business in futuro, dopo la ristrutturazione.

Ciò risulta verosimile allorché il management dell'azienda in crisi scorge che l'acquirente strategico stia raccogliendo informazioni delicate senza un reale intento di formulare un'offerta di una transazione effettiva.

Oltre tutto, i dirigenti aziendali potrebbero arguire che la loro posizione lavorativa è messa in pericolo da uno *strategic buyer* e, pertanto, tendono a procrastinare e ad ostacolare il processo di vendita.

A supporto del successo dell'offerta avvoltoio esistono anche ragioni concernenti i costi per essere conformi con le norme giuridiche poste a tutela della concorrenza, che possono essere considerati troppo onerosi da poter sostenere. Tali oneri emergerebbero in una transazione realizzata con un acquirente industriale.

Fuori dalle procedure concorsuali e dall'ingerenza del tribunale, molte acquisizioni *distressed* includono spesso i "pagamenti condizionati"⁶⁶ quali parte dei termini contrattuali del *deal*. Ciò accade quando il fondo avvoltoio denota una rilevante incertezza riguardo le prospettive aziendali, ma ha fretta di concludere l'accordo. Condizione più che plausibile in un *distressed M&A*, ancor più se le parti hanno problemi nell'accordarsi sul prezzo della transazione. In tal caso, i pagamenti condizionati sono un mezzo efficiente per trovare un accordo.

Una forma di *contingent payment* è l'"*earn-out*". L'*earn-out* prevede il pagamento di una parte del prezzo d'acquisizione in base ai futuri utili della società in difficoltà. Una comune forma di *earn-out* è quella che contempla dei pagamenti aggiuntivi se gli utili d'esercizio, di volta conseguiti, superano certe soglie concordate.

⁶⁶ C.d. "*Contingency payment*".

Dunque, la miglior soluzione in certi casi, potrebbe essere inserire l'*earn-out* come clausola della transazione, al fine di scoprire se il business crea o meno valore e, soprattutto, come lo crea.

Allorquando, in sede di *due diligence* pre-investimento, il fondo avvoltoio rilevi che il piano della società target fa emergere un eccessivo od irrealistico *enterprise value*, esso offrirà quasi certamente un prezzo deludente agli occhi della società venditrice; il management di quest'ultima infatti vanterà un programma roseo di ripresa del business, da cui molto difficilmente affiorerà una valutazione complessiva simile alla stima del fondo della sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati. Le due opinioni discordanti, pertanto, troverebbero un soddisfacente compromesso con l'*earn-out*. Il fondo sarà disposto a pagare un prezzo maggiore, se i *cash flow* previsti dalla società verranno effettivamente realizzati negli anni.

Dunque un'*earn-out* permette al fondo avvoltoio di pagare all'inizio un prezzo ragionevole, che tenga in considerazione i rischi del *turnaround*, più un premio futuro se si verifica l'incremento del flusso di cassa promesso.

Comunque, se il fondo acquirente prevede di dover implementare rilevanti discontinuità in azienda per ristrutturarla, di certo non condividerà i frutti dei suoi sforzi gestionali con la società *seller* offrendole un prezzo maggiore al momento dell'acquisto; piuttosto il fondo preferirà ricorrere all'*earn-out* per concretizzare il *deal*⁶⁷.

In definitiva un fondo avvoltoio approccia con operazioni di *M&A*, allorquando la società target o il ramo d'azienda mostra d'essere un business sanabile agli occhi vaglianti dei partner avvoltoio, che applicheranno le loro abilità manageriali per rilanciare i business e far incrementare il valore dell'*equity*. Pertanto, sarà possibile in un secondo momento cedere a premio la risanata a terzi, ovvero, sul mercato regolamentato tramite IPO.

⁶⁷ L'*earn-out* è particolarmente utile anche nei casi di acquisto di un ramo aziendale strategico. Infatti le stime dei costi di un'ideale ristrutturazione non risultano mai chiari in sede di valutazione. In aggiunta l'avvoltoio acquirente vuole essere sicuro che gli utili futuri derivino dall'attività tipica aziendale e non da proventi di straordinaria entità. Dall'altro lato invece, la società *seller* vuole assicurarsi che le discontinuità eventuali che il compratore finanziario opererà dopo la cessione non influenzino l'attitudine dell'impresa a raggiungere gli utili previsti, così da intaccare i pagamenti futuri della porzione residua del prezzo d'acquisto.

1.3.2.2 *Sottoscrizione di aumento di capitale.*

L'aumento di capitale rappresenta un efficace canale d'ingresso per il fondo avvoltoio nella compagine sociale *distressed*, dal momento che dall'immissione di risorse finanziarie ne va a beneficiare la sola società. Le risorse raccolte possono essere messe al servizio dell'attuazione del piano di risanamento od essere destinate alla riduzione dell'eccessivo *leverage* finanziario.

Sono due gli scenari plausibili in cui può intervenire l'avvoltoio nel *capital increase*: il *turnaround* temporaneo, dove si denota solo una congiuntura transitoria negativa di difficoltà finanziaria, ovvero, il processo di ristrutturazione, che sia stragiudiziale o meno.

Nella prima circostanza, l'aumento di capitale assume la sua veste classica: cioè è rivolto al mercato indistinto, solo dopo aver offerto il diritto di opzione ai vecchi soci azionisti.

Il *placement* ed il *fundraising* saranno tanto più sicuri quanto più il mercato ed il “*global coordinator*” mostrano fiducia nella prospettiva che la società superi il *turnaround*.

Infatti, in caso di condivisa fiducia del recupero dallo stato di crisi, gli stessi preesistenti azionisti saranno disposti ad incrementare il loro investimento in azienda, esercitando l'opzione; nonché il mercato, laddove necessario, sarà pronto a coprire l'eventuale residuo dell'emissione inoptata⁶⁸. In ultima istanza varrà la garanzia di “*underwriting*” messa a disposizione dal sindacato di collocamento⁶⁹. In questo scenario, il fondo avrà enormi difficoltà nell'accedere al capitale sociale col fine di detenere il controllo o almeno di avere voce in capitolo nel *turnaround*.

Il fondo *distressed* invece avrà maggiore convenienza, se vuole attuare la strategia del *growth investing* nell'intervenire nella seconda circostanza, dove la crisi è più strutturale e il mercato ostenta scarsa fiducia nella ripresa aziendale. In tal modo la presenza dominante del fondo tra gli azionisti votanti risulterà determinante ai fini deliberativi durante il processo di ristrutturazione.

⁶⁸ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p. 420 e ss.

⁶⁹ Il sindacato di collocamento è l'insieme di *investment bank* che garantisce la sottoscrizione di ciò che risulta non collocato presso il mercato.

È chiaro che a monte la società in crisi possiede una gamma limitata di facoltà a disposizione per curare il suo stato di insolvenza se non intende ricorrere ad una procedura di *going concern*⁷⁰.

Raccogliere risorse finanziarie tramite l'aumento di capitale riservato a certi investitori finanziari, quali lo stesso fondo avvoltoio, rappresenta un'utile facoltà per l'impresa, qualora quest'ultima lo ritenga più fattibile di un "*right issue*"⁷¹ (o *right offering*)".

In via generale, la strategia più ovvia da seguire quando un'azienda è in disequilibrio finanziario strutturale è raccogliere più disponibilità liquide. Molto spesso questo introito monetario non va a curare l'insolvenza ma procrastina solamente il giorno del default. I manager, infatti, sono spesso ottimisti anche nelle stime del piano di risanamento, soggiacendo nell'illusione che prima o poi le condizioni del business vadano migliorando. Spesse volte sono i creditori stessi, riuniti in comitati o nelle *blocking position*, che spingono ad inserire l'aumento di capitale come parte del piano da approvare. Tuttavia può accadere che il management aziendale continui in seguito ad erodere valore, anche a spese delle nuove risorse raccolte.

In un tale scenario, è palese notare che gli azionisti preesistenti non vorranno investire ancora capitale di rischio che vada interamente al servizio di enormi debiti finanziari o a tenere in vita un business fallimentare. Essi parteciperanno all'aumento di capitale solo se scorgono un ritorno sul capitale investito che sia almeno pari al costo medio ponderato del capitale. Altrimenti, quantunque i preesistenti soci si ritroveranno diluite le quote di partecipazione al capitale, essi preferiranno non rischiare altre risorse, lasciando così spazio all'intervento avvoltoio.

In conclusione, il *vulture fund* beneficerà del forte sconto di emissione delle nuove azioni, il cui prezzo di sottoscrizione sarà influenzato dall'esigua liquidità del titolo azionario emesso e dall'elevato rischio dell'emittente insolvente. Tali circostanze riducono notevolmente il prezzo di sottoscrizione e, dunque, l'investimento complessivo che il fondo dovrà sostenere per raggiungere la quota di controllo a discapito dei vecchi soci.

⁷⁰ Moyer S.G., op. cit., p. 200

⁷¹ Aumento di capitale con diritto di opzione per i vecchi soci.

1.3.2.3 *Loan-to-own*.

Una transazione *loan-to-own* può assumere varie vesti, ma generalmente si riferisce all'acquisto di un debito a forte sconto da parte del *vulture fund*, al fine di convertire il debito in azioni (*debt-to-equity conversion*) - e assumere di conseguenza un ruolo determinante nella *governance* aziendale - oppure al fine di rilevare la proprietà⁷² dell'asset (*collateral*) sottostante il rapporto di credito⁷³.

Di solito le transazioni *loan-to-own* abbracciano tanto la sottoscrizione sul mercato primario o secondario di titoli di debito garantito, quanto il finanziamento “*super senior*” prededucibile (*DIP financing*) foriero di termini contrattuali altamente vincolanti per l'impresa target.

Il *loan-to-own* risulta essere il metodo più scaltro utilizzato dai fondi avvoltoio per comprare una società: infatti, le banche, gli obbligazionisti e gli azionisti preesistenti non desiderano più fornire ulteriore capitale all'impresa in crisi; ciò significa che il fondo può approfittare della disperata esigenza di cassa aziendale per accludere al contratto di finanziamento molti termini in proprio favore, tra cui la chiusura di una unità di business poco profittevole, oppure, possono negoziare accordi più vantaggiosi, minacciando di escutere la garanzia sul business qualora non venga ripagato il prestito. Il *vulture fund* può inoltre convertire il debito vantato in *equity*, relegando i vecchi azionisti a ruolo di minoranza spettatrice nelle vicende della *governance*.

Proprio come un creditore *senior* di una società in crisi, il fondo avvoltoio ottiene speciali diritti informativi, come l'accesso ai report finanziari infrannuali. In aggiunta, il fondo beneficerà delle clausole stringenti, che inserirà nel contratto di finanziamento. Esse stabiliscono misure finanziarie aggressive a proprio beneficio, tra cui per esempio determinati livelli minimi di *interest coverage ratio* o vantaggiosi tetti di *debt-to-equity swap*.

Tali clausole potrebbero anche intimare di attuare certi atti gestionali che un altro stakeholder non potrebbe mai neppure influenzare, come vendere società intere o sussidiarie, ovvero preparare lo stesso piano di risanamento.

⁷² “*Credit bid right*”.

⁷³ Gilson S.C., *op. cit.*, p. 25 e Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 373 e ss.

Il *loan-to-own* può essere un brillante metodo di acquistare società a basso prezzo, tuttavia sconta una liquidità scarsa rispetto al semplice investimento in titoli *senior* sul mercato secondario.

Ovviamente intraprendere questa strada vuol dire essere preparati ad un impegno a lungo termine nella *corporate governance* aziendale, senza badare a profitti di breve termine.

Dal momento che il successo del *loan-to-own* dipende dalle qualità della società target, è necessario valutare in sede di *due diligence*, in maniera approfondita, il piano dei futuri FOCF aziendali e la stima della sua oggettiva fattibilità.

Infatti, una delle cose più complicate di tale strategia è *in primis* reperire informazioni su potenziali target di un *loan-to-own*.

Pertanto, è più probabile trovare aziende che vogliano semplicemente un mero finanziamento che possibilmente riusciranno a ripagare, piuttosto che target di un *loan-to-own investment*: queste società⁷⁴

- devono essere in procinto di entrare in crisi finanziaria, ovvero in procinto di dar luogo alla procedura di risanamento;
- devono essere propense ad accettare la compensazione estintiva e dunque una diluizione delle quote azionarie dei soci;
- devono accettare le clausole stringenti sottostanti il finanziamento, le quali forniranno di conseguenza il controllo societario al fondo;
- devono nascondere potenziali di crescita industriale, che rendano conveniente la soluzione del *loan-to-own*.

⁷⁴ Altman I.E., Hotchkiss E., *op. cit.*, p. 123 e ss e.

Capitolo II

“VULTURE INVESTING”

Sommario: 2.1 Le società target. - 2.1.1 I soggetti coinvolti nella ristrutturazione. - 2.1.2 Le alternative della società in crisi. - 2.1.3 Valutare la validità del piano. - 2.2 Le valutazioni pre-investimento. - 2.2.1 La scelta della società obiettivo. - 2.2.2 La stima dei flussi di cassa nelle ristrutturazioni. - 2.3 Le attività post-investimento. - 2.3.1 La gestione dei crediti deteriorati. - 2.3.2 La gestione del risanamento. - 2.3.3 Il *post-restructuring*.

2.1 *Le società target.*

I business possono andare in declino per la medesima ragione per cui possono avere successo; la crisi ed il successo imprenditoriale sono due facce della stessa medaglia, chiamata rischio⁷⁵. Così come i rischi che le società sopportano durante la loro esistenza sono variegati e molteplici, altrettanto sono pure le ragioni per entrare in crisi.

Le radici delle cause, esaminate in sede di *due diligence*, sono riconducibili a tre categorie generali: il settore, la società e il management.

In primo luogo molte società possono entrare in crisi per ragioni che influenzano il settore stesso in cui operano; siano esse di ordine competitivo e tecnologico, ovvero relative ad una generale inflazione delle materie prime, oppure collegate a riforme legislative svantaggiose.

In secondo luogo, è possibile che, nonostante le stabili condizioni macro-economiche, sia la società stessa a ritrovarsi a dover fronteggiare un'eccessiva posizione finanziaria netta, crediti commerciali inesigibili, un disastro ambientale, un complicato e lungo aggiornamento dei software aziendali, prolungati scioperi di personale, nonché travagliate cause giuridiche.

Non è da meno ricordare che anche il management può avere grandi responsabilità in scenari di squilibrio finanziario, allorquando emergano episodi di frode, passaggi generazionali, illudenti politiche di bilancio e scelte gestionali poco brillanti.

⁷⁵ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 3 e ss

A tal punto è opportuno collegare le radici del *distress* della società *eligible* con una visione strategica di investimento avvoltoio.

Se le problematiche del settore sono la principale motivazione della crisi aziendale, il fondo avvoltoio necessiterà di sviluppare una proiezione plausibile dei trend settoriali che affliggono il business. Qualora il settore presenti evoluzioni cicliche, allora l'investitore avvoltoio assume che l'investimento nella fase di recessione frutterà notevoli ritorni. Al contrario, se il settore è vessato da crepe strutturali, il fondo avvoltoio abbandonerà l'idea di investire nella società in crisi che opera in quel settore.

Se le ragioni della crisi originano dal business medesimo o da una "*mala gestio*", il fondo valuterà se un intervento di tipo *private equity* presenti una convenienza maggiore del più tradizionale acquisto di debiti finanziari a sconto. Infatti, un cambio di controllo nella *corporate governance* potrebbe beneficiare l'intera società, non solo le tasche del fondo avvoltoio.

Quando infatti il disequilibrio economico-finanziario è generato dal consiglio di amministrazione e dall'inefficienza del management complessivo, allora emergono le migliori opportunità di investimento per il fondo⁷⁶, laddove un intervento che punta alla crescita del valore dell'*entity* renderà al *vulture fund* dei guadagni straordinari all'atto finale di cessione.

Il *financial distress* rappresenta, nell'ottica di un avvoltoio, un'opportunità per ricomporre in maniera ottimale la struttura del capitale di un'impresa. Ma la crisi finanziaria comporta purtroppo degli oneri. È opinione condivisa infatti che i costi⁷⁷ del *financial distress* originano dal declino nelle vendite e negli utili rispetto alle previsioni fatte dal management circa tre anni prima dello stato d'insolvenza.

Inoltre, la condizione di *distress* finanziario spinge le società a realizzare atti gestori che possono danneggiare obbligazionisti, banche creditrici e stakeholder non finanziari -come clienti, fornitori e dipendenti- indebolendo l'accesso della società al credito e incrinando le relazioni con i vari stakeholder: sono un esempio i conflitti di interesse che si creano tra prestatori e prenditori, tra impresa e dipendenti e tra proprietà e management.

⁷⁶ Sono le c.d. "*good companies with bad balance sheets*".

⁷⁷ Cfr. Altman E., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, The Journal of Finance, vol.39, n. 4, Settembre 1984.

Per giunta, la crisi finanziaria può risultare costosa se la debole condizione aziendale induce una risposta aggressiva da parte dei concorrenti che desiderano accaparrarsi maggiori quote di mercato ai danni⁷⁸ della società target.

È anche vero che una tale congiuntura negativa induce i manager a fare articolate scelte di massimizzazione del valore aziendale, che in una ipotetica condizione di stabilità del business avrebbero evitato. Essi tuttavia avrebbero condotto l'impresa a migliorare la performance aziendale, a mutare la forma organizzativa, ovvero a sostenere cambi di proprietà (LBO).

Secondo uno studio⁷⁹ che esamina la relazione tra performance aziendale e *financial distress* causato da una recessione di settore, le imprese altamente levereggiate in un contesto di recessione economica perdono quote di mercato molto più delle meno indebitate; probabilmente per la riluttanza dei clienti a trattare con queste imprese in gravi difficoltà finanziarie (perdite di fatturato c.d. “*customer driven*”).

Al contrario può accadere che le società in *financial distress* si sforzino di trarre vantaggio dallo stato di debolezza, realizzando campagne di marketing aggressive o applicando prezzi predatori ai prodotti (perdite di fatturato c.d. “*competitor driven*”).

In aggiunta le società in crisi finanziaria tendono a ridimensionarsi efficientemente in risposta alla recessione settoriale (perdite di fatturato c.d. “*manager driven*”).

Si è constatato al riguardo che le riduzioni nel fatturato “*manager driven*” non creano danni irreversibili per l'azienda in crisi finanziaria, mentre le perdite di fatturato causate dai concorrenti o dai clienti sono dannose ai fini della risoluzione del disequilibrio suddetto.

In generale, le imprese in squilibrio finanziario presentano una forte tendenza a tagliare gli investimenti, a vendere asset e a ridurre il numero di dipendenti; pertanto le PMI sono le più vulnerabili alle crisi finanziarie, anche perché non possono realizzare azioni di *downsizing* per poter tagliare i costi inutili, che non appartengono all'attività principale; inoltre, anche le aziende che sostengono elevate spese di ricerca e sviluppo sono molto esposte alle crisi finanziarie nei periodi di recessione economica settoriale.

⁷⁸ In uno studio empirico di Lang e Stulz (1992) viene dimostrato che le notizie di un fallimento in un settore concentrato fanno incrementare il prezzo azionario dei competitor. È anche dimostrato che se tutte le società del settore concentrato aumentassero l'indebitamento ovvero entrassero in crisi finanziaria, i prezzi dei prodotti aumenterebbero contemporaneamente, creando benefici a tutti gli operatori nel settore.

⁷⁹ Cfr. Opler T.C., Titman S., *Financial distress and corporate performance*, The journal of finance, vol. 49, n. 3, Boston, Gennaio 1994.

Dunque, i fondi avvoltoio si aspettano che le società altamente indebitate, che perdono quote di mercato a causa di fattori legati alla clientela o alla concorrenza e che distruggono valore, sono le meno preferibili tra tutte le società *eligible* per un investimento avvoltoio.

Molto spesso però questa regola generale viene disattesa. Infatti può capitare che anche in caso di perdite di fatturato dovute alla concorrenza, la società in crisi migliori la sua performance in risposta al *distress*.

Le imprese molto indebitate possono ritrovarsi difatti in due circostanze: o avranno enormi difficoltà a sopravvivere nel settore in recessione o, al contrario, saranno forzate ad attuare cambiamenti efficienti nelle *operation*, che indurranno il business a performare meglio delle società meno indebitate.

Comunque, si è riscontrato che, a differenza delle meno indebitate, durante la recessione settoriale le società più indebitate tendono a perdere rilevanti quote di mercato e ad erodere il *cash flow* operativo e l'EBIT, che di conseguenza fa calare il ROI. Come noto, questo indicatore esprime l'attitudine dell'impresa a generare reddito operativo, fermo restando il capitale investito iniziale; tuttavia il ROI, dal momento che ha per nominatore l'EBIT, può scontare per un breve periodo le politiche di bilancio del management, attuate con lo scopo di incrementare virtualmente il reddito operativo.

Pertanto il *vulture fund* non va a fidarsi dell'indice ROI, quanto del flusso di cassa *levered*, che tiene conto del servizio del debito, qualora intenda attuare una strategia *private*. Il *vulture fund* guarda, invece, al flusso di cassa operativo se intende al contrario acquistare un titolo di credito.

In via generale, esaminare la solvibilità e la liquidità aziendale è il migliore metodo per misurare la condizione di salute di un business *eligible*. I default sono infatti dettati dalla mancanza di liquidità in azienda, che crea ostacoli man mano crescenti sulle *operation*; per esempio non è più possibile in un tale contesto pagare i dipendenti e/o i fornitori, il che rischia di arrestare l'ordinario ciclo operativo aziendale.

Tuttavia, sostenere che uno stato patrimoniale troppo gravato da indebitamento finanziario causa uno squilibrio di rango industriale vuol dire commettere un grande errore. Il fondo avvoltoio infatti non teme di investire in società "*overleveraged*", bensì guarda alla capacità dell'azienda di sostenere il servizio del debito nel breve e lungo termine, con la sola forza del reddito operativo. Il *vulture fund* ispeziona

dunque il *distress* finanziario, vagliando non tanto la leva finanziaria, quanto bensì gli indici di copertura del debito che includano nel rapporto anche una voce di reddito⁸⁰, come Debito/EBITDA e EBIT/Oneri finanziari.

In definitiva, piuttosto che focalizzarsi sull'eccesso di indebitamento di una società target, il fondo avvoltoio si comporta in maniera più costruttiva esaminando la solvibilità⁸¹ ed il grado di liquidità dell'impresa.

Nel dettaglio, i fondi avvoltoio sono soliti individuare come società obiettivo quelle entità imprenditoriali che:

- vivono un periodo di peggioramento degli indici e degli indicatori aziendali, ovvero,
- siano stati ammesse ad una procedura di concordato preventivo o abbiano ottenuto l'omologa sull'accordo di ristrutturazione.

Vi rientrano tra le società candidabili per un intervento avvoltoio, quelle società il cui imprenditore-debitore abbia già provveduto a depositare presso il registro delle imprese un piano di risanamento⁸².

Negli USA dove l'attività dei *vulture fund* assurge a maggior grado di operatività, le società target di avvoltoi includono una vasta platea di imprese:

- "*Special Situation*". Con questo termine si suole indicare in senso lato le imprese in difficoltà economico-finanziaria; viene spesso utilizzato dai professionisti dell'investimento per rimanere generici durante la selezione degli obiettivi di investimento e per non intimorire i clienti sottoscrittori del fondo chiuso, al fine di una efficace raccolta fondi.

⁸⁰ Nel 1968, Edward Altman, professore presso l'Università Stern School of Business di New York, pubblicò la sua formula, cosiddetta "*Z-Score*", che permette di calcolare la probabilità che un'impresa entri in crisi entro due anni.

L'*Altman "Z-Score"* usa multipli costituiti da voci di reddito e valori patrimoniali per misurare lo stato di salute di una società, fatta eccezione per le istituzioni finanziarie.

⁸¹ È significativo rilevare come il termine insolvenza sia parimenti inteso in Italia come nel mondo anglosassone, in cui i fondi avvoltoio sono presenti in maniera massiccia ed evidente.

"*Insolvency*", secondo il Bankruptcy Code, è la condizione finanziaria tale per cui la somma dei debiti di una società risulta maggiore di tutto l'attivo patrimoniale, valutato a *fair value*.

La "*fair valuation*" delle attività patrimoniali si riferisce all'ammontare di cassa che potrebbe essere realizzato dalla vendita degli asset "durante un periodo di tempo ragionevole".

Un "periodo di tempo ragionevole" è quel lasso di tempo che "un tipico creditore riterrebbe ottimale: né così corto che il valore dei beni venga svalutato tramite una cessione costretta, né così ampio da ridurre la soddisfazione del credito, [...] per attendere un eventuale maggior prezzo.

⁸² Il piano di risanamento ex art. 67 comma 3, lett. d) va esaminato da un asseveratore che deve formulare su di esso un giudizio di idoneità, ragionevolezza e fattibilità.

- “*Workout*”. Il termine si riferisce tipicamente agli investimenti in procedure stragiudiziali (*out-of-court*), in cui vengono coinvolti spesso gli istituti bancari creditori.
- “*Underperformer*”. Sebbene tale termine venga utilizzato per identificare lo stato attuale di un’impresa a confronto con i propri risultati passati o con quelli dei concorrenti, esso indica che la società sta seguendo una traiettoria negativa, ma che non è ancora entrata in crisi o addirittura in uno stato di irreparabile insolvenza nell’onorare i propri debiti.
- “*Restructuring*”. Si riferisce alle società che versano in una ristrutturazione finanziaria, la quale va ad impattare su entrambi i lati dello stato patrimoniale. La ristrutturazione può tanto rientrare nel *Chapter 11*- e dunque essere giudiziale-, quanto essere extra-giudiziale.
- “*Turnaround*”. È un termine dalla sfumatura ottimistica che si riferisce agli aspetti operativi della società piuttosto che ad una ricomposizione delle sue voci patrimoniali.
- “*Stressed Company*”. Sono le società che presentano segnali d’allarme precursori di gravi problematiche economico-finanziarie, le quali possono essere tuttavia proattivamente prevenute dal management. Inoltre, la società non è ancora in condizione di insolvenza o entrata in una crisi strutturale.
- “*Distressed Company*”. Termine pessimistico che suole individuare le società profondamente indebitate, con debiti finanziari scaduti e non onorati. Le società *distressed* abbracciano tanto le ristrutturazioni stragiudiziali (*workout*), quanto le giudiziali e la procedura liquidatoria.

I segnali d’allarme di una crisi finanziari aziendale imminente, che possono destare lo sguardo attento dei fondi avvoltoio, sono ravvisabili allorquando si viene a creare nelle società target una spirale di eventi negativi e di risposte gestionali inadeguate, che fanno sprofondare la società prima in stato di illiquidità e poi di insolvenza.⁸³

Il consiglio di amministrazione di una target avrà presumibilmente tentato di fronteggiare le problematiche aziendali con scarso successo: estendendo le scadenze del debito preesistente contraendone uno nuovo, riducendo il numero del personale, compiendo acquisizioni strategiche, approvando alcuni investimenti in conto capitale

⁸³ Giovanni R., Cafaro A., Cassi F., *Il turnaround plan nell’ambito delle procedure in continuità: il piano industriale e la manovra finanziaria*, in Capizzi V. (a cura di), *Crisi d’impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014, p. 114.

per aumentare la capacità produttiva, cambiando le strategie di marketing o assumendo consulenti strategici.

Anche durante i periodi di crescita dei ricavi aziendali, può accadere che né il management, né gli investitori e né i creditori si accorgano dei segnali premonitori della crisi finanziaria, specialmente se i creditori abbiano inserito *illo tempore* deboli e scarsi *covenant* tra i termini del finanziamento.

Quando poi il trend dei ricavi cambia direzione o i costi iniziano a denunciare inefficienze gestionali, i nodi vengono al pettine presto o tardi, rendendo la società facile preda degli avvoltoi.⁸⁴

Il *vulture fund* viene coadiuvato nell'individuazione della sua ideale società obiettivo, se quest'ultima presenta uno o più dei seguenti accadimenti gestionali:

- ricambio di revisori contabili, i quali potrebbero essere stati allontanati poiché hanno sollevato problemi riguardo la continuazione dell'attività imprenditoriale medesima;
- Peggioramento continuo del flusso di cassa operativo, il quale diverge sempre più dal reddito operativo. Gli amministratori tentano per esempio di aumentare i debiti commerciali in maniera divergente rispetto alla norma del settore, ovvero, compiono inaspettati tagli sui dividendi;
- Vendita dei “*crown jewels*”, ossia di linee di prodotto, attrezzature o unità di business che appartengono all'attività caratteristica aziendale;
- Costanti oneri di ristrutturazione, come continue chiusure di impianti, scostamenti dall'*action plan*, etc;
- Dimissioni inspiegabili dei top manager, che in tal modo lanciano chiari segnali al mercato di stare abbandonando la nave prima che affondi⁸⁵;
- “*Downgrade*” del *rating* dei titoli aziendali.⁸⁶ Ad esempio possono divenire *high-yield bond* le obbligazioni precedentemente emesse con *rating* maggiore;
- Strani sviluppi di rapporti di debito aziendali, che per esempio possono riguardare il ritiro da parte degli istituti di credito di un ammontare rilevante di

⁸⁴ Warren Buffet sostiene a proposito che “è solo quando la marea si ritira che si apprende chi nuotava svestito!”.

⁸⁵ Gli investitori infatti reagiscono in fretta vendendo subito i titoli detenuti in portafoglio.

⁸⁶ Per esempio, nel giugno del 2010 l'agenzia di *rating* Fitch ha fatto regredire la società British Petroleum da AA a BBB. Dopo poche settimane infatti fu resa nota la notizia del disastro ambientale della piattaforma petrolifera della società nel golfo del Messico.

“*revolving credit facility*”, oppure, possono riguardare le continue violazioni di *covenant* di ordine finanziario da parte dell’imprenditore debitore.⁸⁷

Infine il *vulture fund*, nell’esaminare la potenziale target, bada anche alle società comparabili di settore che possono star sperimentando delle problematiche simili, o addirittura peggiori. Ciò serve al fondo per comprendere se la società target stia per fronteggiare le medesime difficoltà economiche che altri competitor già stanno affrontando nel settore, o meno.

2.1.1 *I soggetti coinvolti nella ristrutturazione.*

Quando il fondo avvoltoio considera l’investimento in un business *distressed*, si ritrova a dover inizialmente identificare ed esaminare le differenti parti coinvolte nel processo di ristrutturazione.⁸⁸

Che la società target sia già stata ammessa ad una procedura giudiziale o che sia impegnata in un riassetto finanziario stragiudiziale, le parti negozieranno sempre ricorrendo fondamentalmente a procedure comuni standardizzate.

In generale, in una ristrutturazione finanziaria, il fondo avvoltoio trova caratteri comuni a tutte le target: un debitore contrapposto per interessi ai creditori, azionisti contro amministratori di insuccesso, stakeholder in senso lato contro la società, etc.

Il fondo potrebbe decidere di dare supporto all’imprenditore debitore, se in sede di *due diligence* abbia rilevato un’idonea convenienza in un intervento di natura *private equity*, che abbia per scopo subentrare nella compagine sociale ed affiancare ovvero dominare, in qualità di azionista attivista, le scelte gestionali della società debitrice, ancorché redigendo il piano di ristrutturazione.

Qualora il fondo, invece, ritenga più proficuo il ritorno derivante da un investimento in titoli di debito dell’azienda, può dare man forte al comitato di creditori d’appartenenza, formando *blocking position* che massimizzino il rimborso del *claim* acquisito a sconto.

⁸⁷ I tipici *financial covenant* da rispettare in un contratto di finanziamento sono di solito: un certo tasso di copertura degli oneri fissi, soglie minime di EBITDA, tetti di *Capex*, determinati livelli di Debito/EBITDA, di tasso di copertura degli interessi, di leva finanziaria, etc. Molto spesso questi indici sono presenti nei termini del contratto sottostante l’emissione di obbligazioni (c.d. “*bond indenture*”)

⁸⁸ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 97 e ss

Tutto ciò non esclude che, il fondo possa anche rimanere neutrale nella faida fra debitore e creditori; ad esempio iniettando nuove risorse finanziarie in azienda tramite aumento di capitale beneficiando il *going concern* con tutto quanto ne consegue: salvataggio di posti di lavoro per i dipendenti, nuove speranze di rimborso effettivo per i creditori e supporto all'attuazione del piano.

Dunque il fondo avvoltoio deve confrontare gli interessi in gioco e le ragioni per determinare dove allineare i suoi interessi per avere la migliore chance di ritorno finanziario.

Che si analizzi un contesto anglosassone caratterizzato da *public company* o un contesto nostrano di società semi-aperte, il fondo avvoltoio si ritrova all'interno di una situazione formata da:

- società debitrice (che sia gruppo d'impresе o che sia una sola unità),
- creditori chirografari (*junior*),
- creditori privilegiati (*senior*),
- consulenti legali, finanziari e di *restructuring*,
- stakeholder (dipendenti, investitori, fornitori, etc.),
- investitori istituzionali e potenziali acquirenti.

I soggetti chiave, c.d. "*key participant*", con cui il fondo ha effettiva interfaccia nella negoziazione, sono senza dubbio i creditori e gli azionisti.⁸⁹

Nei casi in cui una parte rilevante della struttura del capitale di debito sia composta da debito bancario, risulta abbastanza semplice determinare chi negozierà per conto dei creditori nel processo di ristrutturazione, ovvero, nella transazione con il fondo avvoltoio.

Se il debito bancario è vantato da un prestatore o da un piccolo gruppo di prestatori, sono evidenti chi sono i partecipanti rilevanti con cui il fondo va a trattare. Nel caso di un grande prestito sindacato, il contratto di finanziamento spesso specifica un "agente", che riceve un compenso speciale per svolgere compiti di rappresentanza nella gestione del credito; sarà questo il soggetto che il fondo avvoltoio va a contattare per la sua transazione.

Per quanto concerne le obbligazioni, negli USA in contesto di *workout*, il rappresentante comune degli obbligazionisti sarà tipicamente un ristretto gruppo di

⁸⁹ Moyer S.G., op. cit., p. 59 e ss

bondholder rilevanti ⁹⁰, i quali compongono un comitato informale ⁹¹ di obbligazionisti che agisce per conto di tutta la categoria.

Nel Codice Civile italiano, all'art. 2415, viene riportata l'organizzazione dell'assemblea degli obbligazionisti, con la previsione di un rappresentante comune che può convocare l'assemblea per deliberare su qualsiasi oggetto di interesse comune a tutti gli obbligazionisti.

I *vulture fund* acquistano spesso *loan* vantati dai creditori senior. I creditori senior sono spesso garantiti (*secured*) da *collateral* – i.e. asset del debitore – su cui il creditore ha posto una garanzia reale (c.d. “*first lien*”).

Se il debitore viene ammesso in una procedura di *going concern*, egli ha la possibilità di continuare ad utilizzare il bene o asset posto a garanzia.

Casomai il valore degli asset crolli precipitosamente in risposta allo stato di crisi finanziaria in cui versa la società e l'ammontare dell'esposizione ecceda il valore della garanzia, tale credito senior viene considerato “*undersecured*”. In tal caso il creditore in questione avrà molta fretta di svendere il titolo di credito detenuto, accettando un *write-off* del credito notevole.

È doveroso sottolineare che nel panorama creditizio di una ristrutturazione sono presenti anche coloro che effettivamente, al posto degli azionisti, sostengono l'elevato rischio dell'impresa insolvente: i creditori *unsecured*, ossia non garantiti.⁹² Questi ultimi abbracciano un'ampia gamma di creditori non garantiti, accomunati tutti dall'assenza di garanzia.

Vi rientrano:

- i detentori di titoli obbligazionari, titoli subordinati ed il resto di titoli non garantiti scaduti;
- i fornitori per il pagamento delle fatture;
- i dipendenti;
- i locatori per i canoni pattuiti;
- le controparti di *swap*, *future*, etc., ancora in essere;
- gli oneri fiscali scaduti.

⁹⁰ Nella pratica americana questo comitato deve essere formato da detentori di un ammontare di *bond* almeno pari al 25% del totale di obbligazioni.

⁹¹ Nella *common law* americana è prevista la presenza del “*Indenture Trustee*”, che è tecnicamente il rappresentante legale delle obbligazioni e che agirà per conto di tutti o di una buona parte degli obbligazionisti.

⁹² Lo U.S. Bankruptcy Code prevede l'apposizione di un “*official committee of unsecured creditor*” (UCC) contro il debitore, nella ristrutturazione ex *Chapter 11*.

In Italia godono di privilegio nel rimborso⁹³ i debiti per retribuzioni verso i dipendenti, la retribuzione dei professionisti e dunque dei consulenti, i debiti verso lo Stato per tributi diretti; mentre i debiti commerciali sono prededucibili insieme al complesso dei finanziamenti a supporto del piano.⁹⁴

Può accadere talvolta che il fondo avvoltoio si imbatta in una società target che è già preda di un “*bidder*” di natura industriale. Infatti non è raro trovare società *distressed* che, al fine di rimediare alla crisi finanziaria ed economica in atto, ricorrono ad unire i loro processi operativi con quelli di un potenziale acquirente disponibile.

Pertanto, uno studio empirico, condotto su un campione di varie società in crisi conferma che le operazioni di fusione aziendale in un medesimo settore sono molto spesso scalate “amichevoli” per il management della società *distressed*.⁹⁵

Tuttavia, secondo le linee guida dello studio suddetto, l’acquirente che intende fondere le *operation* aziendali, al fine di ristrutturare l’impresa target in crisi, raramente poi compie un “*merger*” di successo.

Il mercato dei capitali mostra una straordinaria attitudine nel prevedere l’eventuale successo di una ristrutturazione. Infatti accade che, in caso di successo, il rilevante ritorno sul capitale investito raggiunto concretamente dall’acquirente nel periodo post-fusione sia già stato preceduto dapprima da un forte incremento del corso azionario della società *bidder*.

Il modo in cui il *vulture fund* può avvantaggiarsi della potenziale fusione imminente tra la società target in crisi e il *bidder* industriale che vuole ristrutturarla è direttamente collegato con la possibilità di prevedere a priori se il *deal* sarà di successo: se infatti il fondo prevede che la fusione conduca ad un incremento del valore degli asset aziendali, ad un idoneo sostegno del debito finanziario e ad una ricomposizione ottimale della struttura del capitale della target, allora investirà in titoli di debito aziendali ad alto rendimento, altrimenti assumerà posizioni corte sulle azioni di risparmio in caso di previsione di insuccesso nella ristrutturazione.

Esistono dei fattori che il fondo deve tenere in considerazione in tali circostanze, tra cui:

⁹³ Cfr artt. 2750 e ss e art. 182-*quater* comma 4.

⁹⁴ Allo stesso modo nel codice statunitense è prevista la c.d. “*superpriority claim*” del prestatore di “DIP” *financing*.

⁹⁵ Clark K., Ofek E., *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation*, *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 29, n. 4, 1994: questo studio raccoglie un campione di 38 takeover avvenuti tra il 1981 ed il 1988.

- la dimensione del premio di controllo pagato alla target, che è negativamente correlato con il successo della fusione; ciò implica che sovra-pagare la target inficia negativamente sulla capacità di ristrutturazione dell'acquirente, poiché quest'ultimo riceverà esigui ritorni sull'investimento e avrà di conseguenza più difficoltà nel realizzare il *turnaround*.
- La percentuale di debito utilizzato nel prezzo di acquisto; infatti, maggiori sono i livelli della leva finanziaria post-fusione, peggiore è la performance aziendale futura.
- L'attitudine dell'acquirente di ottenere presso gli istituti di credito un "consolidamento" dei debiti finanziari della società risultante dalla fusione, insieme con la disponibilità da parte delle banche nel concedere: allungamenti di scadenze, riduzioni nei tassi di interesse oppure modifiche nei *covenant*. Tutto ciò permette all'azienda *combined* più flessibilità nell'utilizzo del flusso di cassa operativo a disposizione.
- La dimensione della target, relativamente alla dimensione dell'acquirente. Minore è la dimensione della target relativamente all'acquirente, maggiore è la possibilità di successo nella ristrutturazione.

2.1.2 *Le alternative della società in crisi.*

Ai fini di una corretta rappresentazione della realtà imprenditoriale obiettivo, è fondamentale dare uno sguardo alla prospettiva della società target in merito alle alternative a disposizione per rimediare alla crisi in atto.

Quando una società è in crisi finanziaria, il management tenta di evitare il default, ristrutturando entrambi i lati del loro stato patrimoniale. Le vendite di asset, le operazioni di *M&A*, le riduzioni degli investimenti in conto capitale (*Capex*), i licenziamenti e le ristrutturazioni dei debiti finanziari con banche ed obbligazionisti sono tutte comuni risposte al *distress*⁹⁶. Senza un rapido *turnaround*, la società in crisi rischia inoltre di aggravare la situazione economico-finanziaria del business, fino al punto in cui non avrà più alternative se non il deposito dell'istanza di fallimento.

⁹⁶ Cfr. Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., *Anatomy of financial distress: an examination of junk bonds issuers*, The quarterly journal of economics, vol. 109, n. 3, agosto 1994.

In generale esistono a monte svariate opzioni da poter percorrere:

1. Ristrutturare i debiti finanziari con gli istituti bancari⁹⁷; le banche potrebbero alleggerire i vincoli contrattuali sulle linee di credito, concedendo differimenti sulle rate di rimborso, ovvero, fornendo nuova finanza e modificando i *covenant*. Pertanto è doveroso sottolineare che le banche sono più inclini ad elargire tali concessioni quando hanno una garanzia solida, forse perché si sentono più protette in caso di ingresso dell'azienda in una procedura concorsuale. Tuttavia allentare la morsa creditizia non vuol dire automaticamente ridurre le probabilità di bancarotta.⁹⁸

Disquisendo ancora riguardo la ristrutturazione dei debiti finanziari, non si può trascurare una delle novità apportate dalle d.l. 83/2015 in materia di accordi di ristrutturazione, per cui basta raggiungere un consenso con il 75% dei creditori finanziari, se questi ultimi rappresentano più della metà del totale dell'indebitamento aziendale, per evitare che i creditori minoritari dissenzienti possano bloccare l'esito della procedura (art. 182 – *septies* l.f.).

2. Ristrutturare i titoli di debito obbligazionari; attraverso ad esempio un'offerta di scambio, dove la società rimpiazza i titoli preesistenti sul mercato con dei nuovi titoli in aggiunta a un certo ammontare di cassa. Tuttavia per quanto riguarda i piccoli detentori di obbligazioni, tendenzialmente nessuno tra loro sarà motivato ad accettare di scambiare le sue obbligazioni con nuovi titoli *junior*, come per esempio titoli rappresentativi di capitale sociale o contratti di debito che hanno *covenant* più svantaggiosi.

È interessante notare come, seppur la società abbia ristrutturato il suo debito “*public*”⁹⁹, le banche offrano comunque ristrette concessioni: la ragione è da ravvisare nel fatto che in tal modo gli istituti di credito godrebbero di maggior protezione in caso di ingresso in una procedura concorsuale.

⁹⁷ Autori quali Bulow e Shoven (1978) e Gertner e Scharfstein (1991) dimostrano che le banche chirografari non offrono concessioni di solito.

⁹⁸ Come è dimostrato nel suddetto studio Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., *op. cit.*

⁹⁹ Il legislatore statunitense proibisce qualsiasi meccanismo di voto tra gli obbligazionisti (eccetto l'unanimità) che ha per scopo modificare quota capitale o quota interesse dei titoli di debito emessi sul mercato. Il Trust Indenture Act del 1939 disciplina il suddetto divieto. Dunque, gli unici modi per ristrutturare il debito *public* sono tramite accordi individuali coi sottoscrittori, tramite *exchange offer*, o offerta di scambio di quanto emesso *illo tempore* con nuovi titoli, ovvero, tramite modifica dei *covenant* sottostanti.

3. Cedere gli asset¹⁰⁰; tuttavia le vendite di rami d'azienda o altre voci dell'attivo patrimoniale sono limitate da fattori afferenti il settore d'appartenenza. Le società operanti in settori che presentano alti tassi di indebitamento o bassi di tassi di profittabilità sono meno favorevoli alle cessioni di asset.¹⁰¹

Esistono tuttavia almeno tre potenziali barriere al suo utilizzo:

- a. I conflitti di interesse tra azionisti e creditori. È importante sottolineare che la cessione di asset è una decisione che va presa in accordo con gli azionisti e con tutti i tipi di creditori; pertanto possono nascere forti conflitti di interesse.

Con la vendita di asset aziendali, infatti, si riduce il valore dell'*equity*, dal momento che il flusso di cassa che ne deriva dalla vendita va al solo rimborso delle rate del debito, oltre al fatto che l'asset potrebbe essere utilizzato per generare flusso di cassa operativo a disposizione anche degli azionisti.

Tuttavia è interessante notare che le azioni di una società in crisi sono assimilabili ad "opzioni di acquisto" sugli asset della società (*call option*), c.d. "*out-of-the-money*", con uno *strike price* costituito dal valore nominale del debito.

È un'opzione "*out-of-the-money*" poiché il suo *strike price* – i.e. il valore nominale del debito – è maggiore del valore di mercato degli asset aziendali, che scontano difatti la crisi industriale intercorrente.

Lo *strike price* -il prezzo a cui è possibile esercitare l'acquisto degli asset- è costituito dal valore nominale del debito, dal momento che sono i creditori, in questa circostanza di crisi, ad essere i nuovi sostenitori del rischio impresa e dunque i nuovi "proprietari" della società.

Qualora, pertanto, il valore degli asset aumenti grazie alla ristrutturazione, saranno gli stessi azionisti a trarne beneficio, poiché un eventuale esercizio dell' "opzione" risulterebbe ora vantaggioso.

¹⁰⁰ Nello studio è dimostrato che quasi tutte le società in crisi, che hanno ceduto oltre il 20% dei loro asset, hanno evitato il fallimento.

¹⁰¹ Ciò è coerente con il modello di Shleifer e Vishny (1992), secondo cui le società in crisi sono poco disponibili a vendere asset, poiché i potenziali acquirenti di settore non hanno cassa a sufficienza per pagare l'intero ammontare del loro valore equo.

Inoltre, in presenza di rinegoziazione dei termini del debito, i vari creditori garantiti ostentano incentivi divergenti tra loro, per quanto concerne la cessione di asset. Infatti ai creditori ben garantiti non interessa premere affinché venga deciso l'*asset sale*, poiché quasi certamente saranno rimborsati per il pieno valore del *claim* vantato. Al contrario, i creditori poco garantiti (*undersecured*), potrebbero avere convenienza in ipotesi di vendita di attività aziendali, poiché se l'attività si rivaluta in termini di prezzo, essi riceveranno solo una parte dei proventi della vendita, ma se l'attività invece continua a svalutare, si ritrovano a subire solo perdite su crediti.

I creditori *unsecured* e *junior*, invece, da un lato non gradiscono la transazione dell'asset, se i proventi della cessione andranno principalmente a rimborsare i creditori *secured* e *senior*, dall'altro però beneficiano, insieme ai proprietari, della riduzione del rischio.

- b. L'interesse personale dei manager; dal momento che entrare in una procedura concorsuale vuol dire per il management una sostanziale sostituzione (*turnover*). Il consiglio di amministrazione allora può trovare nella cessione di rami d'azienda o di unità di business una valida soluzione per evitare il default.¹⁰²
 - c. I fattori settoriali; alcune peculiarità settoriali potrebbero limitare la capacità dell'impresa in crisi di cedere asset a prezzi ragionevoli (il suo *fair value*). Infatti, in caso di settore che presenta scarsi livelli di liquidità tra le imprese o un generale livello elevato di leva finanziaria, sarà raro trovare un acquirente che abbia cassa a sufficienza per effettuare il *deal*; piuttosto sarà utilizzato lo scambio azionario come *currency* dell'acquisizione. Inoltre, nel caso in cui l'acquirente versi in condizione di "*debt overhang*", sarà complicato finanziare la transazione con l'aiuto delle banche.
4. Ricomporre il passivo patrimoniale; la struttura delle passività influenza la probabilità di entrare in default. In particolare, le società con elevato debito bancario garantito, così come le società che hanno emesso sul mercato molteplici titoli di debito, sono più propense a richiedere l'ammissione ad una

¹⁰² Cfr. Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005.

procedura di ristrutturazione giudiziaria, piuttosto che ad accordi stragiudiziali.

Inoltre, c'è una stretta connessione tra la struttura del passivo ed il modo in cui il disequilibrio finanziario viene risolto. Infatti, quando ci sono molti detentori di titoli di debito sul mercato, è difficile che questi accettino una proposta di *exchange offer*; ciò limita di conseguenza l'estensione delle concessioni sui debiti finanziari che le banche potrebbero offrire¹⁰³.

È empiricamente dimostrato per giunta che gli istituti bancari accordano meno concessioni sui termini di finanziamento, allorquando la società debitrice si ritrovi con un'enorme quantità di titoli di debito sul mercato. La motivazione è che se ne avvantaggerebbero gli obbligazionisti *junior* e gli azionisti, almeno in un primo momento. Ciò non accade se il debito bancario è garantito.

5. Migliorare la performance; ciò è plausibile solo tramite discontinuità radicali gestionali che un fondo avvoltoio è in grado di addurre.
6. Ridurre il *Capex*; è stato dimostrato che oltre l'80% delle società *distressed* riduce le spese in conto capitale già dall'esercizio precedente lo stato di crisi¹⁰⁴. Tuttavia è doveroso ricordare che sono le stesse banche non ben garantite (*undersecured*) che intimeranno più basse spese in conto capitale.
7. Aumento di capitale; è difficile però raccogliere tra gli investitori capitale a sufficienza per rimediare al *distress*, oltre al fatto che la maggior parte dell'*inflow* viene destinato alla soddisfazione dei creditori.

2.1.3 Valutare la validità del piano.

Dopo aver individuato una società target, i partner del fondo dedicano la loro attenzione all'analisi del piano; quest'ultimo, che sia di ristrutturazione, di risanamento o concordatario, ostenta le medesime qualità peculiari.

¹⁰³ Per concessioni si intendono: la rinegoziazione del debito (i.e. consolidamento delle scadenze, riduzione dei tassi d'interesse e/o stralcio del valore nominale), la compensazione estintiva, la moratoria (ossia la temporanea sospensione degli effetti degli obblighi contrattuali) e le operazioni di nuova finanza.

¹⁰⁴ Cfr. Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., *op. cit.*

Le sue parti che più spesso ricorrono sono le seguenti: la descrizione dell'azienda e del settore di appartenenza, le cause della crisi, la strategia da adottare, il piano di rilancio, l'*action plan*, la manovra finanziaria, le previsioni economico-finanziarie ed i meccanismi di verifica e controllo¹⁰⁵.

È necessario che il fondo esamini al meglio il piano redatto dagli amministratori della target ed i suoi effetti per poter inquadrare quale tipo di intervento dover adottare (se "*growth*" o "*value investing*"), al fine di massimizzare il ritorno sull'investimento.

Se per esempio il piano, dopo averlo confrontato con la *due diligence* prodotta dai partner medesimi, mostra d'essere troppo ottimistico agli occhi del fondo avvoltoio, si procede a valutare se un intervento di tipo *private* nel capitale sociale della target possa essere conveniente, nella misura in cui il fondo ritiene di essere capace di apportare le idonee discontinuità nel business per poterlo rilanciare.

In caso contrario, al *vulture fund* conviene semplicemente aprire posizioni corte sulle azioni, attendendo che il corso azionario crolli nel breve.

Tuttavia questa ipotesi non è la regola aurea, poiché è possibile che la società abbia degli asset, di valore o almeno sanabili, che il fondo avvoltoio può controllare acquistando il *claim* che ha quell'asset medesimo a garanzia. Come può anche darsi che la target necessiti di un intervento di alleggerimento della leva finanziaria per poter dare atto al piano. Una soluzione potrebbe essere uno *swap* del debito in *equity*: in tal caso il fondo realizza la previsione di un piano di *turnaround* che tenga conto di una futura compensazione estintiva del suo credito in azioni.

D'altro canto invece, qualora il piano del management ostenti un grado di plausibilità equiparabile grosso modo al risultato della *due diligence* del fondo stesso, quest'ultimo potrebbe avere maggior convenienza nell'acquistare a sconto i titoli di debito aziendali, nel mercato o presso i singoli istituti di credito/sindacato. Il fine è quello di ottenere un rimborso sul valore nominale del *claim* quanto maggiore possibile, sfruttando le posizioni di blocco con la classe di creditori d'appartenenza e la sua attitudine aggressiva nella gestione dei crediti *non-performing*.

Casomai invece vi fosse un'entità terza di natura industriale o finanziaria che abbia intenzione di conseguire una partecipazione di controllo sulla società target, il fondo

¹⁰⁵ Giovanni R., Cafaro A., Cassi F., *Il turnaround plan nell'ambito delle procedure in continuità: il piano industriale e la manovra finanziaria*, in Capizzi V. (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014, pp. 125 e ss.

può proporre un'operazione di *deleveraging*, così come descritta precedentemente in questo elaborato.

Come si può facilmente arguire, la valutazione gioca un ruolo centrale nelle negoziazioni riguardanti le imprese in crisi. La valutazione delle previsioni economico-finanziarie determinano infatti, in caso di ristrutturazione giudiziale, il valore futuro degli asset da dividere tra creditori e azionisti, ed indirizza i flussi di cassa a rimborso dei vari *claim* esistenti.

Tuttavia una ristrutturazione giudiziaria è un mero processo di tipo amministrativo¹⁰⁶, in cui i fattori che conducono ad un'affidabile stima del *fair value* di una target insolvente sono assenti.

Per esempio, non esiste un mercato "attivo" per gli asset della società che versa in procedura di concordato, poiché esso sarebbe fortemente scoraggiato dall'ingerenza notevole del tribunale. Non esiste un "*market for corporate control*" per l'azienda in una procedura concorsuale di *going concern*, dal momento che il management può ottenere finanziamenti a sostegno del piano. Per giunta, i titoli di una tale società vengono negoziati raramente sul mercato ed esistono poche "*coverage*" di analisti finanziari sull'azienda.

Dunque tutto ciò rende la valutazione del piano del management molto complicata e poco precisa.

In una procedura di ristrutturazione giudiziale - così come per la legge fallimentare americana - il piano di ristrutturazione si fonda sulla stima del valore della società in crisi, risultato delle previsioni economico-finanziarie. Pertanto, il management ha un sostanziale controllo sulla procedura e possiede il diritto esclusivo di proporre un piano.

Il *vulture fund*, come qualsiasi creditore in disaccordo, può votare contro il piano o acquistare più crediti per influenzare maggiormente la votazione e in caso di concordato, così come nel *Chapter 11* statunitense, i creditori possono proporre anche piani in concorrenza. Negli USA tuttavia i creditori possono chiedere al tribunale un'udienza che stabilisca la valutazione formale dell'*entity*, al fine di verificare se il piano è "*fair and equitable*" nei confronti dei creditori.

Anche in Italia accade che la valutazione si ottiene mediante negoziazione tra le parti; ovverosia, le previsioni dei *cash flow* e la stima dell'*enterprise value* derivano

¹⁰⁶ Cfr. Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *Valuation of bankrupt firms*, The review of financial studies, vol. 13, n. 1, 2000.

da una ponderazione giudiziaria di interessi economici concorrenti¹⁰⁷. Pertanto succede spesso che il *vulture fund* rilevi che la stima dei flussi di cassa adottata dagli amministratori sia imprecisa.

Le motivazioni sono almeno due. Innanzitutto il processo amministrativo, intriso della presenza costante del tribunale, può limitare l'ammontare e la qualità dell'informazione disponibile; ciò crea grossi problemi al fondo avvoltoio in termini di chiarezza valutativa.¹⁰⁸

In secondo luogo, le previsioni dei *cash flow* sono appositamente distorte secondo un intento strategico: gli errori di valutazione hanno cioè potenziali ricadute positive su determinati soggetti. Ad esempio, sottostimare il valore aziendale beneficia quei creditori che riceveranno azioni durante la ristrutturazione e i manager per eventuali *stock option*¹⁰⁹; mentre sottostimare la valutazione aumenta la possibilità per i creditori garantiti di avere maggior rimborso, a discapito dei creditori *junior*¹¹⁰.

In dettaglio, la stima delle previsioni di piano redatto dal management è soggetta ad imprecisioni e dunque a mancanza di veridicità per quattro fattori:

- a) Il potere contrattuale delle classi di creditori in competizione fra loro (*senior* vs *junior*). Come su detto, i *junior* "claimholder" spingono affinché il management delinea una stima ottimistica sul valore futuro dell'azienda al fine di poter ricevere in futuro anche loro un rimborso. I *vulture investor* che acquistano rilevanti ammontari di debito aziendale influenzano moltissimo la stima del piano.
- b) Gli incentivi del management. Il management della società insolvente ha forti incentivi a falsificare le stime di piano quando detiene azioni in azienda. Se le detiene già prima della ristrutturazione, il management cercherà di essere di gran lunga ottimista nella valutazione. Al contrario, se le riceve dopo in termini di *stock option*, il management cercherà le stime in un'ottica pessimistica.¹¹¹ Questo succede soprattutto negli USA dove i manager ricevono *stock option* in base ad

¹⁰⁷ *Ibidem*

¹⁰⁸ Il Bankruptcy Code americano richiede che a supporto del piano venga pure depositato e approvato in udienza in tribunale il "Disclosure Statement", che fornisce informazioni riguardanti il debitore, utili per potenziali acquirenti, dal momento che il documento contiene più dettagliati dati circa le stime finanziarie scomposte per processi operativi e/o *business unit*. Questo documento è sempre visionato dai fondi avvoltoio americani per avere un valido termine di paragone rispetto alla propria prospettiva di previsione e di valutazione.

¹⁰⁹ Cfr. Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *op. cit.*

¹¹⁰ Un caso esemplare è la ristrutturazione della National Gypsum Co. del 1993, quando il management valutò la società 182 mln di dollari, mentre i creditori *junior* per ben 1 mld di dollari.

¹¹¹ Cfr. Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *op. cit.*

una percentuale delle azioni esistenti; pertanto, un *enterprise value* basso farà apparire inferiore il compenso dei manager agli occhi dei creditori. Inoltre rivedere la stima del valore aziendale al ribasso permette ai manager di fissare lo *strike price* (il prezzo di esercizio dell'opzione) ad un prezzo basso, cosicché essi potranno guadagnare dal margine tra lo *strike price* ed il futuro corso azionario sperabilmente più alto. Tali opzioni vengono emesse “*at-the-money*” – ossia quando lo *strike price* combacia col corso azionario corrente – ma diverranno ben presto “*in-the-money*” – i.e. lo *strike price* sarà minore del corso azionario per effetto della valutazione pessimistica realizzata dal management a monte.

- c) L'esistenza di potenziali acquirenti terzi. Le stime del valore aziendale possono anche essere influenzate dalle offerte dei terzi acquirenti/investitori. La direzione della manipolazione delle stime al rialzo o al ribasso dipende molto dalle motivazioni del management: se gli amministratori vogliono mantenere la *governance* aziendale, le stime del valore dell'*entity* “*stand-alone*” possono risultare ottimistiche per rendere più costosa la società. Talvolta può anche capitare che il management, che sostiene l'interesse dei creditori *junior*, alzi le stime economico-finanziarie di piano, adducendo a giustificazione ai creditori *senior* le elevate offerte ricevute dai *bidder*. Caso accaduto negli USA all'azienda Storage Technology negli anni '80.

D'altro canto, se i manager desiderano sostenere un investitore, ad esempio un fondo avvoltoio, poiché ricevono magari garanzie di mantenimento della loro posizione lavorativa post-ristrutturazione, essi saranno motivati a tracciare le stime dell'*enterprise value* verso il basso, cosicché l'investitore (ad esempio un avvoltoio) possa acquistare a sconto una partecipazione nella società.

- d) Il *turnover* del top management. Il timore degli amministratori di avere breve vita lavorativa in azienda li conduce spesso a sovrastimare le proiezioni del flusso di cassa di piano, al fine di non intaccare il loro capitale reputazionale.

In definitiva il piano di ristrutturazione così come le sue previsioni economico-finanziarie, è il risultato di divergenti interessi in competizione tra le parti in gioco. Esso è collegato direttamente con il potere contrattuale dei vari partecipanti la procedura di *turnaround*.

Un feedback valido per il fondo avvoltoio, allorquando esso verifica i risultati del piano in termini di variazioni del valore aziendale durante la ristrutturazione, potrebbe essere il prezzo di mercato delle azioni, poiché questo aiuta ad ancorare ad

una cifra di riferimento “*quick and dirty*” la percentuale del valore corrente della società.

2.2 Le valutazioni pre-investimento.

Un *vulture fund* ha dinanzi a sé una miriade di potenziali opportunità nel mercato. Prima di implementare qualsiasi tipo di strategia, il fondo avvoltoio deve identificare un’opportunità allettante.¹¹² Successivamente, esso realizza le sue ricerche e le sue analisi per raggiungere un appropriato livello di familiarità con l’entità dei rischi dell’investimento in questione.

Sebbene il mercato dei titoli *distressed* sia meno liquido e meno efficiente, in senso lato, rispetto al mercato azionario e al mercato dei titoli di debito “*investment-grade*”, è importante accumulare posizioni, possibilmente in titoli “fulcro”, in misura tale da massimizzare i ritorni dell’investimento.

Ci sarà sempre, tuttavia, un residuo di incertezza nelle valutazioni pre-investimento. Il problema è infatti identificare e comprendere i rischi, in modo tale da soppesarli rispetto ai potenziali ritorni.

L’investimento avvoltoio si configura essenzialmente come una “scommessa”.¹¹³

Possono succedere molteplici inconvenienti od eventi inaspettati che possono rendere svantaggioso l’addentrarsi in certe realtà *distressed*.

Per calcolare in maniera esaustiva tutti i fattori afferenti la riuscita di investimento, un fondo avvoltoio necessita di svolgere una ricca e dettagliata *due diligence*.

Inoltre, in un mercato complesso come quello *distressed* - dove il ritorno è tanto più sicuro quanto maggiore è la fiducia e la rapidità dell’investitore nell’inferire il futuro - è fondamentale sviluppare anche procedure di screening rapide per identificare le

¹¹² Moyer S.G., op. cit., p. 257 e ss

¹¹³ Un caso esemplare potrebbe essere l’acquisto di obbligazioni subordinate, quotate a livelli *distressed*, che stanno per giungere a scadenza nell’anno. La società emittente, entrata in crisi, tenta una ristrutturazione stragiudiziale e, in caso di peggioramento, entrerà in una procedura concorsuale. L’investitore avvoltoio giudica, tuttavia, che il rischio che la società target non sia in grado di rifinanziare alla scadenza l’obbligazione è minimo, giacché egli prevede un significativo riassetto di settore e crede fermamente che la società abbia rilevanti asset, non ancora soggetti a garanzie reali, che potrebbero essere di supporto per un’eventuale futura richiesta di nuova finanza ad un istituto bancario. In verità l’investitore non può sapere con matematica certezza che la target sarà in grado di accedere a nuovi finanziamenti futuri, o che addirittura la target abbia già da tempo stipulato un contratto di finanziamento che imponga il rifinanziamento del debito subordinato con soli titoli *junior*.

entità più promettenti. Ad esempio, alcuni *vulture investor* sono soliti utilizzare il seguente approccio, allorché intendano operare in realtà *distressed*, coinvolte in una rilevante volatilità di mercato, dove il tempo per valutare è particolarmente limitato¹¹⁴; l'approccio è costituito da questi step:

1. Analizzare i dati finanziari disponibili più recenti per determinare la struttura del capitale ed esaminare le priorità dei titoli di debito.
2. Fare una propria valutazione sulla struttura del capitale, dati i prezzi di mercato.
3. Analizzare i trend recenti dell'EBITDA e gli indici che rapportano quest'ultimo ai vari livelli della struttura del capitale – debito e patrimonio netto, sia a valore di libro che a valore di mercato.

4. Concludere se il business vale implicitamente più dell'attuale prezzo di mercato. È chiaro che tale approccio non pecca di presunzione di esaustività, tuttavia assurge ad ottima alternativa di valutazione alla più articolata *due diligence* dal momento che è “*time efficient*”.

La *due diligence*, invece, è il processo di ricerca di tutti gli aspetti afferenti un investimento, al fine di migliorare il livello di sicurezza nell'entità del rischio e del ritorno.

I meccanismi per condurre un'efficace *due diligence* dipenderanno dagli obiettivi del tipo di intervento e dal titolo in cui il fondo avvoltoio ha intenzione di investire.

Non è possibile infatti poter avere tutte le informazioni esistenti su una società target; tuttavia è opportuno ottenere tutte le informazioni utili possibili per l'investimento in questione.

Un ampio scenario di documenti si apre, da un lato, se il fondo ha intenzione di investire centinaia di milioni per ottenere il controllo societario; un altro scenario, invece, si dispiega con un investimento dal breve orizzonte temporale. Cambia infatti la profondità ed il volume dei documenti da raccogliere per redigere un'efficace *due diligence*.

Pertanto, come noto, esistono generalmente due gradi di informazione: le informazioni pubbliche e quelle private, le quali sono spesso detenute dalle banche creditrici. Un fondo avvoltoio può accedere a tali informazioni “*bank level*” acquistando i debiti finanziari della società.

¹¹⁴ Moyer S.G., op. cit., p. 261 e ss

Una categoria di *due diligence* che interessa particolarmente i fondi avvoltoio è la “*financial due diligence*”, oltre che la “*legal due diligence*”.

Gli obiettivi basilari della *due diligence* di taglio finanziario è sviluppare la valutazione dell’azienda e comprendere le manifestazioni finanziarie di breve termine che impattano sul valore dell’*entity*. Quando questo documento viene combinato con la *due diligence* legale, il fondo può elaborare una strategia di investimento a 360 gradi in un particolare strumento finanziario della società target.

Di certo una *due diligence* finanziaria, per essere utile ad un qualsiasi investitore istituzionale, deve includere le seguenti parti:

- un’analisi finanziaria dei dati recenti (*cash flow*, passività patrimoniali, etc.);
- una stima delle prospettive operative dell’azienda;
- la struttura del capitale e la priorità dei vari titoli;
- una valutazione delle società comparabili;
- un’analisi dello scenario peggiore: la liquidazione (c.d. “*worst case*”);
- una prospettiva generale sul settore ed un’analisi sulla situazione della specifica target relativamente al suo settore d’appartenenza.

2.2.1 La scelta della società obiettivo.

Al fine di predisporre una corretta selezione della società target nella moltitudine di realtà aziendali in crisi, è necessario adottare idonei parametri di valutazione per le società che sono in stato di squilibrio finanziario. Sebbene non vi siano esplicite spiegazioni su come valutare le aziende in procedure concorsuali o in ristrutturazioni in senso lato, né all’interno della legge fallimentare italiana né nel Bankruptcy Code statunitense, è comunque fondamentale il ruolo che gioca la ristrutturazione sul valore aziendale.¹¹⁵

In via generale, il valore equo (o *fair value*) di qualsiasi business risulta di per sé essere l’intersezione tra l’offerta più alta di un potenziale acquirente, consapevole e disponibile alla transazione, ed il prezzo più basso di un potenziale venditore, consapevole e disponibile – in un contesto di mercato attivo, stabile ed efficiente.¹¹⁶

¹¹⁵ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 305 e ss.

¹¹⁶ Cfr. IAS 39

Comunque, quando si valuta una società in crisi, è necessario domandarsi se la società versi in una procedura di ristrutturazione che preveda il *going concern*, oppure se i suoi asset vadano liquidati.

Nel secondo caso, la valutazione si basa sul valore delle singole attività aziendali sommate fra loro: ciò rappresenta un valore “*floor*” -o soglia minima- nella valutazione d’azienda (c.d. “metodo patrimoniale”).

Esistono molteplici metodi per calcolare il valore aziendale in regime di continuazione d’attività¹¹⁷ e sono quelli generalmente applicati ad ampio respiro:

- una valutazione basata su quanto hanno speso terzi per acquistare una società simile (transazioni comparabili);
- una valutazione basata sulla stima dei flussi di cassa futuri attualizzati;
- una valutazione basata sul reddito;
- una valutazione basata sui prezzi di mercato delle azioni e dei titoli di debito;
- una valutazione mista.

Tuttavia un investitore *distressed* non si affida ad un solo metodo, ma al valore medio di risultati di più metodologie.

È bene evidenziare a tal punto che una valutazione basata sul prezzo di mercato dei titoli di una società in crisi, rappresenta per il fondo avvoltoio “l’ultima spiaggia” per avere un riferimento valutativo, poiché i titoli risentono molto degli umori del mercato. Quando per esempio una società entra in regime di ristrutturazione giudiziale, il prezzo dei suoi titoli crolla drammaticamente in base alla percezione del mercato sulle prospettive future dell’azienda. Tale percezione può essere facilmente distorta a seconda dell’interpretazione data alle informazioni pubbliche. Ed è su tali asimmetrie informative che si fonda il comportamento opportunistico dei *vulture fund*: qualora la società sia stata sottostimata, infatti, il mercato prima o poi riconoscerà un incremento di prezzo sui suoi titoli.

Infine, il *vulture fund* può realizzare un’astuta valutazione, per la selezione della target, focalizzandosi sui prezzi di tutti i tipi di titoli della società, di debito e di *equity*; infatti i prezzi delle varie classi di strumenti finanziari di una società denunciano differenti stime sul ritorno dell’investimento e sul valore dell’azienda.¹¹⁸

¹¹⁷ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 310 e ss.

¹¹⁸ Basti pensare per esempio ad un’ipotetica public company in regime di *bankruptcy*, con sole tre categorie di possessori di strumenti finanziari esistenti:

a) banche con crediti garantiti, che valgono nominalmente 100 mln, ma che attualmente sono negoziabili ad 80 centesimi su un dollaro;

In aggiunta ai metodi di cui sopra, un fondo *distressed* utilizza indicatori comuni che misurano l'efficienza¹¹⁹, la liquidità¹²⁰ e la leva finanziaria¹²¹ aziendale, ovvero applica principi di valutazione basati sui *cash flow*, come il flusso di cassa operativo, generato dai processi operativi interni all'azienda, o il flusso di cassa da attività di investimento (c.d. "*investing cash flow*"), generato invece dalle attività atipiche, o il flusso di cassa da attività di finanziamento (c.d. "*financing cash flow*"), che concerne i movimenti di cassa da e verso gli istituti di credito, gli investitori e gli azionisti.

Una volta analizzato il valore delle società *eligible*, il fondo avvoltoio è in grado di fare una selezione.

La modalità di intervento da seguire caso per caso deve essere compatibile con la tipologia di target: ad esempio un intervento *private* è coerente allorquando il fondo ritiene fermamente che la società, nonostante sia sottostimata dal mercato, abbia speranze di crescita di valore grazie ad un suo intervento; mentre, l'acquisto di debito *senior* è coerente con realtà *distressed* dove è presente lo strumento finanziario "fulcro", su cui poter far leva per massimizzare il ritorno sull'investimento.

-
- b) possessori di cambiali per un valore nominale di 500 mln, negoziabili a 40 centesimi su un dollaro;
 - c) azionisti che detengono in totale 40 mln di azioni e che sono disponibili a cederle per 25 centesimi su un dollaro.

I creditori garantiti, avendo abbassato il prezzo di negoziazione del loro *claim*, hanno implicitamente sottostimato l'*enterprise value*.

I creditori non garantiti risultano un po' più ottimisti, indicando implicitamente che le loro cambiali valgono attualmente 200 mln, dopo il rimborso dei crediti garantiti per 100 mln di dollari. Ciò suggerisce un *enterprise value* di 300 mln. È lapalissiano ricordare infatti che l'unico modo affinché tali cambiali possano valere qualcosa è che i debiti bancari garantiti vengano ripagati per intero.

Per ultimi, gli azionisti appaiono ancor più ottimisti nella valutazione d'azienda, dal momento che sono "*residual claimant*". Pertanto negoziare a 25 centesimi su un dollaro le azioni significa che il valore totale dell'*equity* si aggira intorno ai 10 mln (essendo 40 mln le azioni circolanti); dunque, ciò che gli azionisti stanno indirettamente suggerendo è che tanto i creditori garantiti quanto i non garantiti riceveranno un rimborso per intero (600 mln di dollari), a cui va aggiunto l'*equity value* di 10 mln per giungere ad un totale di 610 mln di valore dell'*entity* complessivo.

¹¹⁹ "*Accounting rate of return*", "*return on asset*", formula di DuPont del ROE, rotazione dei crediti, rotazione del magazzino, etc.

¹²⁰ "*Acid test ratio*", "*current ratio*".

¹²¹ "*Debt/equity ratio*", "*debt/total assets ratio*".

2.2.2 La stima dei flussi di cassa nelle ristrutturazioni.

Come precedentemente indicato, il *vulture fund* realizza una propria stima delle prospettive future di una società target in ristrutturazione, che prende spunto dai dati acquisiti. La stima può divergere, come spesso accade, dal piano di *turnaround* del management, sia in tema industriale/settoriale sia in campo finanziario.

Il *vulture fund* ha a disposizione differenti metodi che possono calzare perfettamente in determinate circostanze di investimento.

L'obiettivo che si profila è dunque quello di stimare l'*enterprise value* utilizzando varie tecniche di "*discounted cash flow*" e alcuni multipli di mercato.

In via generale, i modelli di DCF misurano il valore aziendale come valore attuale dei flussi di cassa attesi a disposizione di azionisti e creditori (c.d. "*cash flows to capital*").

Un investitore *distressed* ha in teoria tre alternative di modelli DCF per valutare le realtà imprenditoriali ristrutturande:

- il metodo "*adjusted present value*" (APV);
- il metodo "*capital cash flow*" (CCF);
- il metodo "*weighted average cost of capital*" (WACC).¹²²

I suddetti metodi differiscono per la modalità di calcolo dei flussi di cassa e per i tassi di sconto adoperati.

Con riferimento a tutti e tre i metodi, ci sono due fonti primarie di *cash flow*:

- 1) i flussi di cassa generati dalle attività e dal business in senso lato;
- 2) i flussi di cassa generati dagli scudi fiscali, che derivano dagli oneri finanziari e dal riporto delle perdite fiscali.

È doveroso a tal punto evidenziare che tanto per il T.U.I.R. italiano quanto per i GAAP statunitensi, è lecito compensare la perdita fiscale di un esercizio negli esercizi successivi¹²³. Tali perdite riportabili sono i cosiddetti "*net operating loss carryforward*" (NOL).

¹²² Gilson S.C., *op. cit.*, p. 786

¹²³ Secondo gli artt. 83 e 84 -come modificato dal d.l. 98/2011- del T.U.I.R. è possibile riportare a nuovo le perdite entro il limite dell'80% del reddito imponibile degli anni successivi e senza limiti di tempo. Solo le perdite dei primi tre anni dalla data di costituzione della società sono riportabili integralmente.

In generale il tasso di sconto è stimato utilizzando il CAPM, che fornisce la nota formula per calcolare il rendimento atteso su attività finanziarie rischiose¹²⁴:

$$k_e = r_f + \beta^*(R_m - r_f)$$

Il CAPM in realtà può essere utilizzato per calcolare il tasso di sconto appropriato non solo per le attività finanziarie, ma anche per quelle non finanziarie.

Nei metodi APV e CCF, descritti più avanti, è necessario ottenere il beta delle attività della target, che tuttavia non hanno un mercato liquido e spesso – e dunque non hanno un mercato efficiente. Il beta degli asset della società (β_a) origina dalla seguente relazione:

$$\beta_a = D/V * \beta_d + E/V * \beta_e$$

dove D è il debito, E è il valore dell'*equity*, V è l'*enterprise value*; mentre β_d e β_e sono i beta rispettivamente del debito e dell'*equity*.

Il β_d è spesso assunto pari a zero per semplificare i calcoli, tuttavia esso dipende molto dal tipo di ristrutturazione in esame; ad esempio le società che emergono dalla procedura di *restructuring* giudiziaria presentano un'elevata leva finanziaria e pertanto il β_d viene assunto essere un valore positivo.¹²⁵

Nel metodo APV i flussi di cassa operativi sono classificati in tre categorie (c.d. “*bucket*”). Ogni categoria ha il proprio tasso di sconto.

Le tre categorie sono:

- i flussi di cassa generati dal business,
- quelli derivanti dallo scudo fiscale degli oneri finanziari, e
- quelli originanti dal riporto delle perdite (NOL).

Si sostiene che per calcolare i *cash flow* generati dal business è necessario stimare l'EBIAT, ossia il reddito ante interessi al netto delle tasse (“*earnings before interest and after taxes*”).

In aggiunta, è necessario apportare varie correzioni a tali flussi per gli impieghi e le fonti di cassa collegati col business – essi sono i c.d. “*cash flow adjustments*” (CFA). L'EBIAT indica quale sarebbe il reddito se non ci fosse il debito e dunque nessun onere finanziario.

I CFA aggiungono al *cash flow* i costi non monetari, come le svalutazioni e gli ammortamenti, ed i proventi monetari, che derivano dalle vendite di attività o

¹²⁴ Gilson S.C., *op. cit.*, p. 787 e ss.

¹²⁵ Cfr. Cornell B., Green K., *The Investment Performance of Low-Grade Bond Funds*, The Journal of Finance, vol. XLVI, n.1, marzo 1991: Un valore ragionevole di β_d stimato per i junk bond è 0,25.

dall'eccesso di cassa¹²⁶, e deducono al flusso di cassa le spese in conto capitale (*Capex*), ma non deducono gli oneri finanziari, poiché si tratta di flusso di cassa operativo.

I *cash flow* legati al business sono attualizzati al tasso “ k_a ” – il tasso di attualizzazione dell'attivo patrimoniale.

La seconda categoria di *cash flow*, quelli cioè originanti dallo scudo fiscale degli interessi passivi, include i risparmi fiscali dovuti alla deduzione degli oneri finanziari dalla base imponibile.

Tali flussi sono scontati col tasso “ k_d ”, che sottintende il rischio inerente il servizio degli interessi del debito. Si usa questo tasso perché si suppone fissa l'aliquota fiscale e che qualsiasi variazione nel *cash flow* sia dovuta a variazioni degli oneri finanziari.

L'ultima categoria di flussi di cassa riguarda i risparmi fiscali legati al riporto delle perdite (NOL). Tali flussi sono scontati al “ k_e ”, ossia al costo del capitale di rischio. Il motivo è il seguente: dal momento che le perdite riportabili a nuovo trovano un limite in una determinata percentuale del reddito imponibile degli esercizi futuri, in Italia l'80%, e poiché tale reddito è destinato agli azionisti, risulta appropriato scontare tali flussi di cassa al costo del capitale di rischio. L'impatto positivo annuale sui flussi di cassa dei risparmi fiscali legati agli oneri finanziari è pari agli interessi passivi annuali (I) per l'aliquota fiscale (t); mentre l'impatto collegato al riporto delle perdite è pari all'ammontare di perdite fiscali riportabili (N) per l'aliquota fiscale (t). Alla somma di queste tre categorie di *cash flow* va aggiunto un *terminal value*, se la società ha prospettive di fuoriuscita dal processo di *restructuring*.

Il metodo del *capital cash flow* (CCF)¹²⁷ riprende le tre categorie precedentemente descritte, tuttavia le differenti fonti di flussi di cassa sono combinate per dar luce ad un solo flusso di cassa operativo, attualizzato ad un unico tasso: k_a (il tasso di rendimento atteso sulle attività patrimoniali).

Il flusso di cassa complessivo del metodo CCF è identico alla somma dei vari flussi di cassa del metodo APV, i.e. i flussi di cassa totali sono gli stessi in entrambi i casi.

¹²⁶ “L'eccesso di cassa” è l'ammontare di cassa che l'azienda non necessita per condurre la sua attività e può essere destinato a creditori e azionisti senza intaccare la complessiva profittabilità aziendale.

¹²⁷ Cfr. Ruback R., *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flow*, Harvard Business School, marzo 2000.

Nel metodo CCF, al fine di giustificare l'uso del k_a per scontare anche i risparmi fiscali dovuti agli interessi passivi sul debito, si assume che l'azienda manterrà costante nel tempo il suo livello di indebitamento.

Pertanto, l'utilizzo del metodo CCF è preferibile allorché la società ha un livello di indebitamento stabile nel lungo periodo; altrimenti si può utilizzare l'APV.

Il metodo del WACC è invece il metodo più utilizzato per stimare i flussi di cassa. In tale metodo, come noto, l'accezione di *cash flow* esclude lo scudo fiscale.

Tuttavia il valore attuale dei risparmi di imposta è implicitamente suggerito tramite lo sconto dei flussi di cassa operativi ad un unico tasso, il WACC, che include una correzione derivante dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari:

$$\text{WACC} = D/V * k_d * (1-t) + E/V * k_e$$

Eccetto il termine $(1-t)$, il WACC è equivalente al rendimento dell'attivo patrimoniale (k_a) utilizzato per attualizzare il flusso di cassa del metodo CCF.

A causa del termine $(1-t)$, il WACC risulta essere sempre minore del k_a e di conseguenza fa lievitare il valore atteso dell'*entity*.

In definitiva, il metodo del WACC funziona bene solo se la leva finanziaria (D/V) rimane costante nel tempo, altrimenti il tasso di sconto WACC va ricalcolato per i flussi di ogni esercizio da attualizzare e, come accade difatti nelle ristrutturazioni, la leva cambia spesso, sia durante che subito dopo la ristrutturazione.

Metodi di valutazione (DCF)

Ajusted Present Value (APV)	$(R-C-D) \times (1-t) + CFA + I \times t + N \times t$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{10em}}$ EBIAT </div> <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{5em}}$ Scudo Fiscale (Interessi) </div> <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{5em}}$ Scudo Fiscale (NOL) </div> </div>
------------------------------------	---

Capital Cash Flow (CCF)	$(R-C-D-I) \times (1-t) + N \times t + CFA + I$ <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{15em}}$ Utile Netto </div>
--------------------------------	--

Weighted Average Cost of Capital (WACC)	$(R-C-D) \times (1-t) + N \times t + CFA$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{10em}}$ EBIAT </div> <div style="text-align: center;"> $\underbrace{\hspace{5em}}$ Scudo Fiscale (NOL) </div> </div>
--	--

R = ricavi

C = costo del venduto e spese generali, amministrative e commerciali

D = svalutazioni

I = interessi passivi

N = perdite riportabili a nuovo

t = aliquota fiscale

CFA = correzioni di flusso di cassa = + svalutazioni – *Capex* – investimenti in CCN + eccesso di cassa + proventi da vendite di attività

Accanto ai metodi di DCF, i fondi avvoltoio, come qualsiasi altro investitore *distressed*, hanno a disposizione anche i multipli di mercato per valutare una società¹²⁸.

La valutazione basata sul giudizio del mercato, come noto, può essere determinata: o facendo riferimento ai prezzi correnti dei titoli di debito o di *equity* (approccio delle “società comparabili”), o prendendo in considerazione i prezzi pagati per tali società in “transazioni comparabili”.

¹²⁸ Gilson S.C., *op. cit.*, p. 793 e ss.

Entrambi gli approcci sono facilmente applicabili, tuttavia possono generare sottostime o sovrastime di valore per quelle società che versano in procedure di ristrutturazione o che di recente ne sono fuoriuscite.

Ad esempio, quando la società target naviga nelle prime fasi di un *turnaround*, è complicato individuare società comparabili. La società infatti può ostentare un rilevante potenziale di crescita futura di cui le comparabili difettano.

Dunque, utilizzare i multipli di società comparabili, significa sottostimare il valore della target.

Un altro ostacolo all'adozione di tali approcci sorge allorché sia l'intero settore ad essere immerso in difficoltà di ordine finanziario. In tal caso non esistono *benchmark* per poter avere un riferimento esterno.

In ultima analisi, anche adottare l'approccio delle transazioni comparabili in situazioni di *restructuring* può essere fuorviante. Basti pensare ad una società che ha appena concluso una ristrutturazione; quest'ultima avrà certamente adottato una serie di riduzioni e di tagli nei costi per risparmiare. Se l'azienda dunque ha già realizzato questi risparmi di costo, risulta difficile poterla valutare con un prezzo pagato in una transazione comparabile, dove l'acquirente ha incluso un premio in aggiunta al valore di mercato dell'*entity*. Tale premio infatti è direttamente proporzionale a quanto l'acquirente pianifica di concretizzare in termini di licenziamenti e di altre riduzioni di inefficienze, dopo aver preso il controllo della società.

Ciò non sarebbe evidentemente fattibile su una società già ristrutturata.

2.3 *Le attività post-investimento:*

2.3.1 *La gestione dei crediti deteriorati.*

La caratteristica peculiare che denota i fondi avvoltoio e che li rende degni di nota è proprio la loro attitudine nel gestire i crediti deteriorati acquisiti a sconto.

L'attività di gestione dei *non-performing loan* inizia una volta individuata ed esaminata la società in crisi che meglio si presta ad un investimento avvoltoio nel debito finanziario. La gestione dei crediti, acquisiti a forte sconto, è difatti il cuore dell'attività avvoltoio.

Gli avvoltoi, in particolare, sfruttano la loro fama di tenacia nell'estrappare concessioni¹²⁹ dagli azionisti nelle ristrutturazioni finanziarie e pertanto non è difficile riscontrare la loro presenza costante nella maggior parte delle aziende in ristrutturazione. È anche grazie a tale reputazione che i *vulture fund* raccolgono agevolmente capitali dagli investitori.

Nel 1993 i *vulture fund* gestivano già circa 20 mld di dollari in titoli *distressed*, una cifra che rivalessava contro i 27 mld dei fondi dei *venture capital* statunitensi.¹³⁰

La cifra era destinata a crescere nel tempo.

Sebbene i fondi avvoltoio siano profondamente coinvolti nelle ristrutturazioni finanziarie, essi di rado acquistano partecipazioni di controllo¹³¹; piuttosto preferiscono investire in titoli di debito “fulcro” al fine di massimizzare la “leva avvoltoio” (*vulture leverage*).

I fondi avvoltoio godono di una famosa reputazione di abili negoziatori negli aspetti legali e finanziari delle procedure di *restructuring*.

Tre caratteristiche provvedono a differenziare i fondi avvoltoio che gestiscono titoli di credito *distressed* dalla platea di investitori *private*, che pure operano nelle ristrutturazioni.

Innanzitutto il vantaggio dei fondi avvoltoio non si basa meramente sulla creazione di valore tramite un miglioramento della gestione aziendale per l'impresa nella sua totalità, ma piuttosto nell'estrarre più valore per la propria classe di titoli.

In secondo luogo, il possesso di un credito implica delle questioni che non hanno nulla a che vedere con il contesto delle azioni; ad esempio, il selezionare una certa categoria di debito con la relativa priorità di rimborso (c.d. “*seniority*”), oppure l'assumere “posizioni di blocco”¹³² in sede di votazioni durante le negoziazioni del piano, etc.

Inoltre, l'orizzonte temporale di exit dall'investimento crea un'evidente discrasia che vede primeggiare nel breve termine i fondi avvoltoio possessori di titoli di credito.

¹²⁹ Cfr. Coffee J., Klein W., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, University of Chicago Law Review, vol. 58, art.1, 1991.

¹³⁰ Cfr. Noe T.H., Rebello M., *Reputation and the market for distressed firm debt*, The journal of financial and quantitative analysis, vol. 38, n. 3, 2003.

¹³¹ Secondo Hotchkiss e Mooradian, nel loro studio del 1997, circa il 27% dei loro interventi.

¹³² Il Bankruptcy Code americano richiede che i creditori di ogni categoria di crediti che detengono almeno i due terzi del totale dei crediti di una categoria, possano accordare o meno un piano di ristrutturazione. Dunque, al fondo avvoltoio basta acquistare almeno un terzo di una classe di credito per godere di una “*blocking position*”.

Il fondo, una volta raggiunta una posizione di rilievo in una data categoria di crediti, adotterà una serie di comportamenti rigidi e determinati ai fini della massimizzazione del ritorno. Difatti, la tenacia e la durezza nella gestione attiva del recupero del credito contraddistingue l'avvoltoio di successo.¹³³ La durezza genera esternalità poiché atterrisce ed aliena gli altri partecipanti nelle procedure ristrutturatorie. In particolare, la durezza si esplica nella capacità del fondo di ottenere concessioni da parte degli azionisti a beneficio del fondo stesso: concessioni che possono configurarsi in termini di attribuzioni di maggiori garanzie di rimborso del credito, di rispetto di determinati *covenant* imposti, ovvero, di ottemperamento a determinati atti gestori, così come indicati coattivamente dal fondo.

In altre parole, la gestione severa dei crediti acquisiti, coniugata con una condotta *active*, è direttamente correlata con la capacità del fondo di limitare la discrezionalità gestoria della target.

Non è detto però che l'avvoltoio si focalizzi nell'acquisizione di posizioni di blocco in una sola categoria di debito, può anche darsi che preferisca investire in molteplici tipologie di titoli (*senior e junior*).

Quando un avvoltoio compra un debito bancario però emergono degli effetti positivi o negativi sui rendimenti dei vari titoli della target¹³⁴; in dettaglio, quando si diffonde l'informazione sul mercato dell'intervento avvoltoio nei *non-performing loan*, i rendimenti azionari crollano ed il contrario accade invece ai titoli obbligazionari posseduti dagli investitori sul mercato.

Effetti positivi ricadono anche per la complessiva classe di debito che è oggetto di investimento da parte del fondo avvoltoio; i.e. aumenta il valore intrinseco del titolo di credito, dal momento che si ritiene che la presenza del fondo sia foriera di maggiori possibilità di recupero per l'intera categoria di debito di appartenenza.

In aggiunta, l'acquisto da parte di un fondo avvoltoio di un titolo *junior* diffonde sul mercato un'informazione positiva riguardo la condizione finanziaria della società; il contrario accade se esso acquista titoli *senior*, poiché si assume in generale che siano minori le probabilità di rimborso dei crediti.

Quando invece il *vulture fund* investe in azioni, è facile notare un anomalo rendimento sulle azioni stesse per i giorni appena successivi all'annuncio dell'investimento da parte del fondo.

¹³³ Cfr. Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *op. cit.*

¹³⁴ Cfr. Noe T.H., Rebello M., *op. cit.*

Le fonti del rischio di credito in generale sono ricollegabili a tre parametri¹³⁵: il livello della leva finanziaria della società, la priorità di rimborso del *claim* ed il tempo. Qualsiasi investimento oramai include un rischio di credito ed ogni livello di *credit risk* è coerente con le preferenze degli investitori, i quali si prefissano determinati parametri rischio/rendimento.

È chiaro che un fondo avvoltoio è un soggetto propenso al rischio, a differenza di un istituto di credito che invece si ritrova con dei crediti diventati troppo rischiosi per poterli detenere ancora in portafoglio.

Il fondo avvoltoio, pertanto, è agevolato nel rimborso rispetto ai possessori di titoli obbligazionari, poiché i tassi variabili del finanziamento bancario, insieme con le severe clausole restrittive alla base del contratto di un *loan*, minimizzano la *duration* del credito. Mentre i *bond* con scadenza lunga e con cedola fissa scontano un'elevata volatilità di prezzo per le variazioni dei tassi di interesse (*duration* alta). Da questo punto di vista gli avvoltoi sono più avvantaggiati dei comuni e numerosi *bondholder*.

2.3.2 La gestione del risanamento.

L'attività avvoltoio non si limita di certo alla sola speculazione in un'ampia porzione del debito finanziario di una target, bensì può abbracciare anche un intervento più proteso all'ottenimento del controllo aziendale.

Frequentemente, infatti, il *vulture investor* detiene un ruolo attivo nel consiglio di amministrazione o nella gestione della target in senso lato: egli può diventare membro del consiglio di amministrazione¹³⁶, essere nominato *CEO*¹³⁷ o presidente della società target.

¹³⁵ Moyer S.G., op. cit., p. 144 e ss

¹³⁶ Cfr. Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Vulture investors and the market for control of distressed firms*, in *Journal of financial economics*, n. 43, 1997: Gli avvoltoi aderiscono al consiglio di amministrazione nel 30% dei casi e sono eletti amministratori delegati o presidenti nel 10% dei casi.

¹³⁷ A tal proposito Gilson sostiene che circa oltre due terzi del top management preesistente viene rimpiazzato in quelle società che entrano in qualsiasi tipo di ristrutturazione.

L'esercizio del controllo si esplica difatti tanto tramite l'acquisto della maggioranza relativa delle azioni con diritto di voto¹³⁸ (c.d. "*block-holding*"), quanto tramite titoli di credito *senior*, in caso di *loan-to-own*.

Per quanto concerne le discontinuità adottabili da un *vulture fund* per gestire il risanamento aziendale, è possibile fare riferimento ai due lati dello stato patrimoniale, i quali suggeriscono due macro-aree di intervento.

Dal lato delle passività è necessario spesso dover continuare – se già iniziata dal management – l'opera di ristrutturazione dei debiti finanziari che vessano la società o mettono addirittura in pericolo l'attività imprenditoriale medesima.

È doveroso considerare che l'ingresso del *vulture fund* nella *corporate governance* aziendale può avvenire tanto prima del momento del deposito del piano di ristrutturazione, quanto dopo. Il momento dell'intervento del fondo assume una certa importanza nella misura in cui esso possa influenzare o meno i termini del piano in sede di redazione.

Raggiungere tuttavia un accordo con i creditori sul piano di ristrutturazione, come già ampiamente descritto precedentemente, può risultare tutt'altro che agevole soprattutto quando gli obiettivi del manager-avvoltoio contrastano con la moltitudine di interessi divergenti dei creditori. Ad esempio i creditori *senior* garantiti non hanno interesse nel *going concern* della target, a differenza di tutti gli altri partecipanti alla ristrutturazione aziendale, incluso il *vulture fund* che ha ora in mano le redini aziendali; ovvero, alcune classi di creditori possono essere dissenzienti, in caso di proposta di *exchange offer*, riguardo il valore dei nuovi titoli che riceveranno nel nuovo piano di ristrutturazione.

Pertanto il fondo avvoltoio è costretto a dover esaudire nel possibile anche le richieste dei creditori oltre che dell'azionariato. Basti pensare alle norme anglosassoni che disciplinano la condotta degli amministratori e che pongono l'accento sul cosiddetto "*fiduciary duty*".

Ma quando un'azienda è prossima all'insolvenza, il fondo-manager è obbligato principalmente con gli azionisti o con i creditori, che in sostanza sostengono il rischio di impresa quasi per intero?¹³⁹

¹³⁸ Secondo lo studio di Hotchkiss e Mooradian, in una *public company* i fondi avvoltoio puntano a detenere più del 5% delle azioni esistenti.

¹³⁹ Gilson S.C., *op. cit.*, pag. 2

Una via d'uscita per il fondo potrebbe essere accordarsi con una categoria di creditori, che grosso modo sostengono interessi convergenti, e redigere un piano vantaggioso anche ai fini della continuazione dell'attività.

È opportuno ricordare pertanto che il fondo avvoltoio guarda alla crescita del valore aziendale nel suo complesso non certo come scopo ultimo del suo investimento, bensì come strumento attraverso cui raggiungere ritorni maggiori all'atto della cessione, una volta completata la ristrutturazione.

Il *vulture fund* infatti non si cura del futuro della target, se non nella misura in cui possa trarne beneficio da un prezzo di cessione maggiore.¹⁴⁰

Un obiettivo perseguibile dal fondo avvoltoio è di solito persuadere i creditori ad accettare un'offerta di scambio dei loro titoli preesistenti con dei nuovi, che siano azionari o di nuovo debito.¹⁴¹ Il punto della negoziazione riguarda di solito quanto valore ogni categoria di creditori riceverà, relativamente al valore nominale vantato, ed in quale forma - se nuovo debito, cassa, azioni, etc.

La *mission* del fondo è in questo caso fare in modo che la nuova struttura del capitale risultante non sia appesantita da troppo debito.

Esistono tre generici approcci per effettuare una ristrutturazione delle passività e della struttura del capitale in generale¹⁴²:

- a) compensazione estintiva “*stand-alone*”,
- b) compensazione estintiva congiunta ad un'emissione di nuove azioni o di titoli di debito a terzi investitori per ottenere cassa (c.d. “*New Money/Funded Plan*”),
- c) vendita di tutti gli asset aziendali a terzi in cambio di cassa.

La cassa ricevuta negli ultimi due approcci può essere utilizzata con lo scopo di rimborsare i creditori preesistenti.

Ognuno di questi approcci rappresenta una proposta di piano da sottoporre poi all'approvazione dei creditori. Questo piano cerca di creare un nuovo equilibrio tra il valore degli asset aziendali e l'ammontare di debito esistente. Il riequilibrio viene raggiunto infatti offrendo ai creditori l'opportunità di scambiare il loro debito con un *collage* di nuovo debito, nuove azioni e cassa.

¹⁴⁰ Cfr. Rosenberg H., *The vulture investors*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2000.

¹⁴¹ Gilson S.C., *op. cit.*, pag. 4 e ss

¹⁴² *Ibidem*, pag. 59 e ss

A seguito di una tale offerta di scambio, i creditori che prima appartenevano ad una certa classe sono ora assegnati ad una nuova compagine di possessori di titoli simili.

Dall'altro lato dello stato patrimoniale, la ristrutturazione dell'attivo patrimoniale invece è collegata con la ristrutturazione dell'*equity*. Ristrutturare l'*equity* significa modificare la modalità con la quale i flussi di cassa residui vengono divisi e ripartiti tra gli azionisti della società target¹⁴³, con l'obiettivo di incrementare il valore complessivo di mercato delle azioni ordinarie (o "capitalizzazione").

In particolare esistono delle tecniche a disposizione del management-avvoltoio e per qualsiasi amministratore in generale, che possono essere utilizzate per creare nuove categorie di azioni o per modificare sostanzialmente la compagine dell'azionariato complessivo (c.d. "*equity restructuring*").

Le più comuni tecniche rimandano ai "*breakup* azionari": scissioni (o *spin-off*), *equity carve-out* e offerte di azioni correlate (o *tracking stock*).

La finalità sottostante a tutte le tipologie suddette è dividere gli asset aziendali in segmenti minori, poiché questi ultimi, in qualità di entità operative indipendenti, saranno meglio gestiti o meglio valutati dal mercato di capitali.

Infatti molti studi in merito suggeriscono che le scissioni, i *carve-out* e le *tracking stock* aumentano i prezzi azionari di circa 3 - 4%.¹⁴⁴

Una breve descrizione delle tipologie può servire ad una migliore comprensione delle stesse nell'ottica del *restructuring*.

In dettaglio, in una scissione, la società c.d. "scissa" distribuisce ai suoi azionisti nuove azioni che rappresentano il 100% del patrimonio di un'unità di business –i.e. la beneficiaria della scissione.

L'offerta di azioni della beneficiaria agli azionisti della scissa può prevedere talvolta una controprestazione: la cessione delle loro precedenti azioni nella scissa in cambio di nuove azione nella beneficiaria; altre volte non c'è la controprestazione (caso c.d. "*stock-dividend*").

In uno *spin-off*, prima di procedere con la separazione del patrimonio, è necessario decidere l'allocazione delle funzioni di staff e delle unità che producono costi generali in senso lato (c.d. "*overhead*") tra le due entità.¹⁴⁵

¹⁴³ Gilson S.C., *op. cit.*, pag. 474 e ss

¹⁴⁴ Cfr. lo studio di Hite e Owers del 1983, come citato in Gilson S.C., *op. cit.*, pag. 478.

¹⁴⁵ Gilson S.C., *op. cit.*, pag. 475.

Infatti tanto le persone (management e dipendenti) quanto gli asset vanno riassegnati; pertanto tale processo di riallocazione può rilevarsi un'opportunità per ridurre le inefficienze di costo.

È possibile inoltre decidere la nuova struttura del capitale tanto per la scissa quanto per la beneficiaria. La decisione non è semplice, poiché se una delle due entità si addossa la maggior quota del debito complessivo, i creditori possono denunciare per trasferimento fraudolento e citare in giudizio la società per danni.

In un *carve-out*, invece, - dove l'azienda cede a terzi (anche per *IPO*) una parte del capitale sociale di un'unità di business mantenendone il controllo - bisogna decidere quante azioni cedere al mercato. Vendere molte azioni può generare un mercato liquido e maggiore reputazione per l'impresa, incrementando di fatto il corso azionario.

Con le azioni correlate, infine, il fondo avvoltoio gestore può decidere di vendere le *tracking stock* – i.e. le azioni che ricevono dividendi dai profitti di uno specifico segmento aziendale – incassando disponibilità liquide utili ai fini del piano. Le azioni correlate producono la stessa struttura di *equity* della scissione, ad eccezione del fatto che la struttura organizzativa aziendale rimane invariata, ovverossia permane il controllo da parte della società sullo specifico affare (*business unit, subsidiary, etc.*)

2.3.3 *Il post-restructuring.*

È ormai dato assodato che laddove intervengano i *vulture fund* migliorano gli indici di profittabilità.

Più in particolare, con riferimento ad un noto studio¹⁴⁶, è possibile rilevare le performance nella fase *post-restructuring* delle società in crisi obiettivo di investimenti avvoltoio.

In via generale, si notano migliori performance in quelle società dove l'investitore avvoltoio svolge un'attività di controllo (c.d. "*active vulture fund*").

In dettaglio, i fondi *active* sono:

- 1) amministratori delegati o presidenti nel 10% dei casi;

¹⁴⁶ Cfr. Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Vulture investors and the market for control of distressed firms*, in *Journal of financial economics*, n. 43, 1997

- 2) detentore di una partecipazione rilevante ai fini deliberativi in assemblea nel 49% dei casi;
- 3) membri del consiglio di amministrazione nel 28% dei casi;
- 4) possessori della maggioranza relativa delle azioni votanti nel 9% dei casi.

Dunque, i *vulture investor* detengono il controllo in più del 16% dei casi: diventando cioè membri del top management per il 12% dei casi in società in ristrutturazione giudiziale e per il 4% dei casi in società in *turnaround* stragiudiziali.

Come si può facilmente interpretare tra le righe, i fondi avvoltoio mostrano una maggiore propensione nell'assumere il controllo di società in ristrutturazioni giudiziali - ossia dove essi possono mettere in campo le loro distinte abilità legali e negoziali.¹⁴⁷

Tra i parametri di performance utili a rilevare i miglioramenti apportati dalla presenza del *vulture fund* nella *governance* aziendale, si possono addurre ad esempio:

- la percentuale di imprese in crisi con reddito operativo negativo riscontrabile tra società target dei fondi e altre società controllate da terzi;
- la variazione percentuale nel ROS;
- la variazione percentuale nel ROA.

Con riferimento alla percentuale di società con reddito operativo negativo, è facile ravvisare spesso che la quantità di imprese controllate dai fondi avvoltoio che producono un reddito operativo negativo – nell'anno successivo al completamento della ristrutturazione – è di gran lunga inferiore al numero di società con reddito operativo negativo controllate da terzi o che sono oggetto di investimenti avvoltoio senza finalità di controllo.

La percentuale di società con reddito operativo negativo controllate dai fondi avvoltoio va dimezzandosi negli anni successivi alla data di conclusione della procedura di ristrutturazione.

Anche la variazione percentuale nel ROS suggerisce e conferma la suddetta informazione: le società in ristrutturazione, in assenza di interventi avvoltoio, presentano una variazione percentuale del ROS – negli anni successivi alla ristrutturazione – inferiore a quella delle società target di investimenti avvoltoi in senso lato e, in particolare, di gran lunga inferiore a quella delle società controllate

¹⁴⁷ Schultze G., Lewis J., *The art of vulture investing*, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2012, p. 69.

dai *vulture fund*. Ciò significa che il fondo avvoltoio apporta discontinuità gestionali di rottura rispetto al passato.

Stesso trend è ravvisabile nel ROA delle società in ristrutturazione controllate dai fondi avvoltoio.

Un'informazione importante proviene nondimeno dai dati sui *turnover* manageriali nei periodi pre e post-completamento della ristrutturazione.

Nel caso di *turnaround* stragiudiziali (o *workout*) il ricambio di top management, nella fase successiva alla conclusione del *turnaround*, è simile tanto per le società controllate dai fondi avvoltoio quanto per le restanti altre; tuttavia i dati divergono tantissimo negli anni precedenti gli accordi stragiudiziali: gli amministratori delegati vengono sostituiti difatti con maggiore frequenza nelle società controllate dai fondi avvoltoi, poiché questi ultimi vi ravvisano ottime opportunità di elevati ritorni finanziari, a differenza di un'ipotesi d'intervento nella *governance* aziendale post-*workout*.

Un'informazione diversa si ritrova in caso di ristrutturazioni giudiziali.

Il *turnover* dei *CEO* infatti è di poco superiore nelle società che subiscono gli investimenti avvoltoio; questo perché i *vulture fund* non sono in via generale ben predisposti a intervenire nella *governance* di società in concordato preventivo (o negli USA in procedure di *Bankruptcy*) tanto quanto in casi di ristrutturazione extra-giudiziale. La motivazione la si può ricercare nel maggior rischio e nel maggior *commitment* richiesto nel far riemergere una società in crisi dalle procedure giudiziali, le quali sono appesantite dalla notevole ingerenza del tribunale.

Capitolo III

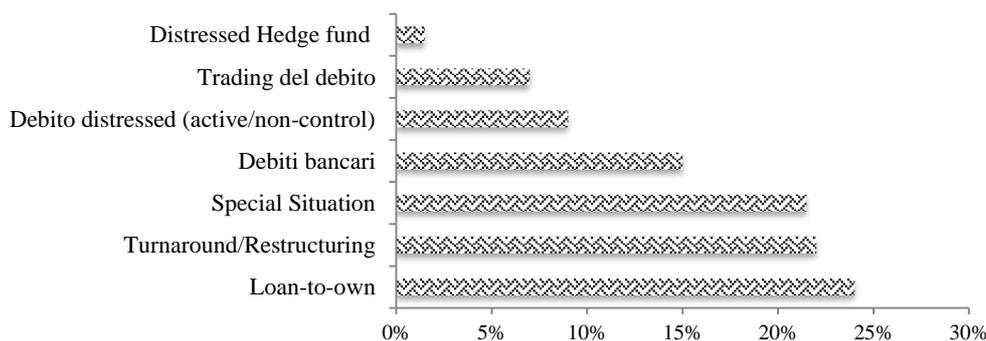
“CATCHING THE GAINS”

Sommario: 3.1 Il mercato del *distressed capital*. - 3.1.1 Le condizioni di mercato a favore di un maggior ritorno. - 3.1.1.1 Asimmetria informativa. - 3.1.1.2. La razionalità degli operatori - 3.1.1.3 I costi di transazione. - 3.2 Le fonti e le entità del ritorno. - 3.2.1 Il settore del *turnaround*. - 3.2.2 Il panorama europeo dei crediti deteriorati. - 3.2.3 Il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento. - 3.2.4 *Vulture gain*: guadagnare dal *Growth Investing* e dal *Value Investing*. - 3.3 Rendimenti a confronto: gli altri fondi *private*; i *distressed hedge fund*. - 3.4 La funzione sistemica.

3.1 Il mercato del *distressed capital*.

I fondi avvoltoio, come già esplicitato nei precedenti capitoli, sono di fatto soggetti finanziari specializzati nelle operazioni cosiddette “*distressed*”; essi cioè investono in strumenti finanziari emessi da società in condizioni di difficoltà finanziaria. Dunque il mercato di riferimento per i *vulture fund* è detto “mercato del *distressed capital*”¹⁴⁸. Da quanto traspare da condivise opinioni dei vari operatori del settore, questo mercato rappresenta un’opportunità di significativo rilievo per chi vi investe; l’interesse degli investitori si rivolge attualmente alle categorie *distressed* di seguito rappresentate.¹⁴⁹

Grafico 1



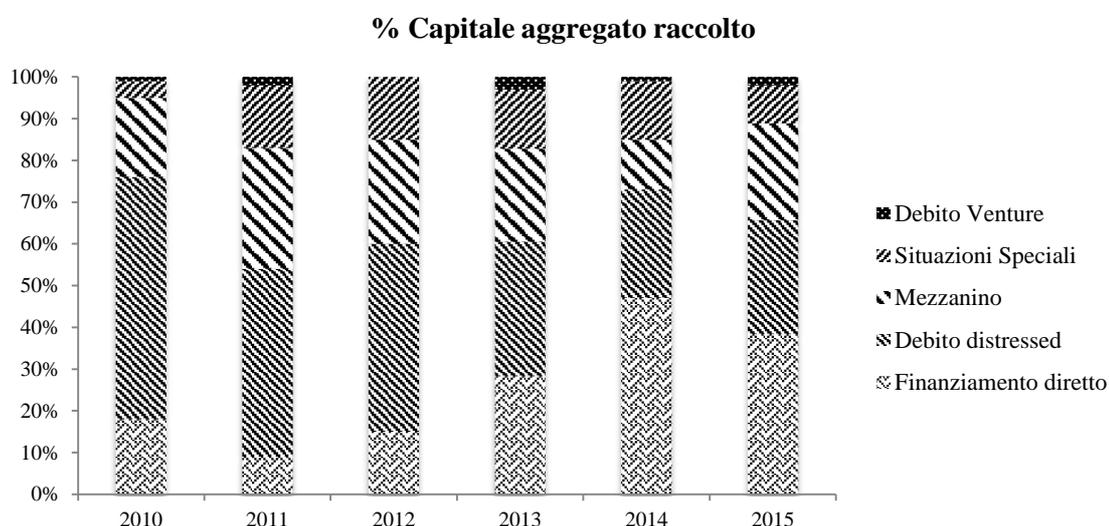
¹⁴⁸ Con tale termine ci si riferisce “ad ogni acquisto di titoli e di crediti emessi da società in crisi. Le società di *private equity* con focus sulle imprese *distressed* comprano i titoli azionari delle stesse. Al contrario, gli investitori in debito *distressed* generalmente acquistano debiti bancari, obbligazioni ed altri titoli di debito”. Cfr Blatz, Kraus, Haghani, *Corporate Restructurings. Finance in times of crisis*, Springer, 2006.

¹⁴⁹ I grafici seguenti sono basati su dati relativi a recenti sondaggi e *database* di molteplici operatori di rilievo del settore.

Tra le molteplici strategie perseguibili, molti manager di fondi *distressed* attuano una combinazione dei suddetti approcci all'interno dello stesso fondo. Tuttavia i fondi impegnati in investimenti in azioni (fondi di *turnaround/restructuring*) e in titoli di debito *distressed*, con l'obiettivo del controllo societario, rimangono i fondi che registrano i più alti MOIC ("multipli del capitale investito"). La percentuale di ritorno nel debito *distressed* nel 2016 è di circa 16-20%, un IRR maggiore del 2015; è bene sottolineare a tal proposito che i ritorni sono tanto più alti quanto più l'offerta di investimenti *distressed* eccede il capitale raccolto e disponibile per l'impiego.

Attualmente i fondi che investono in debito *distressed* raccolgono la quota più elevata di capitale tra tutti i fondi di "private debt".¹⁵⁰

Grafico 2



Per quanto concerne le strategie di investimento nel "private debt", - i.e. finanziamento diretto, situazioni speciali, debito *distressed*, debito "venture" e mezzanino - è importante evidenziare che i fondi chiusi, operanti in tale macro-settore in Nord America ed in Europa, hanno raccolto nel 2015 circa 79,1 mld \$, il quale dato, se confrontato con i 78,7 mld \$ ed i 71,8 mld \$ raccolti rispettivamente nel 2013 e nel 2014, suggerisce che il 2015 rappresenta il terzo anno di conferma di un trend in crescita per quanto riguarda la raccolta di capitali.¹⁵¹

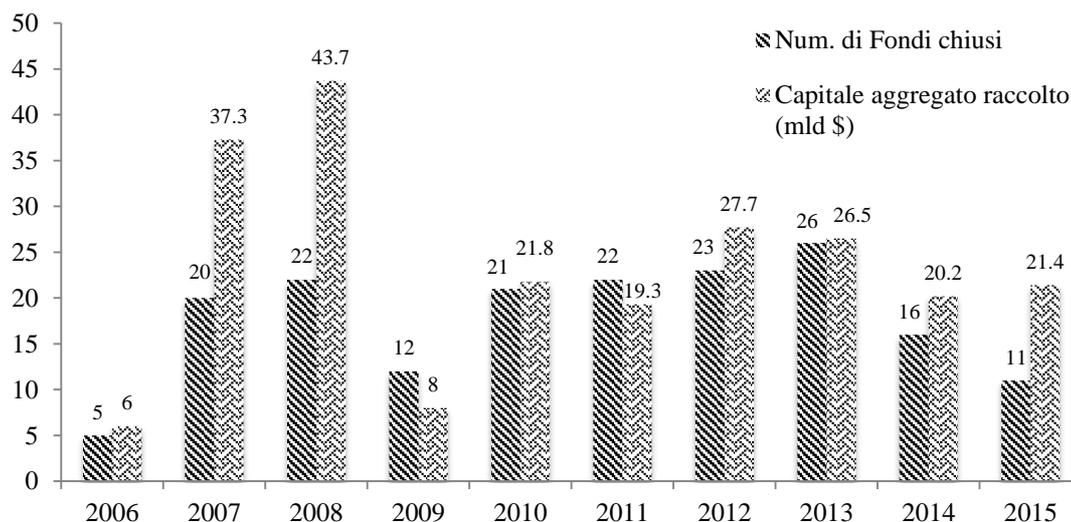
Il grafico 3 mostra invece la raccolta di capitali soltanto nel campo del debito *distressed* nelle stesse aree geografiche di cui prima: in particolare il dato del 2015

¹⁵⁰ Cfr. Preqin Ltd, *Preqin Global Private Debt Report*, www.preqin.com, 2015.

¹⁵¹ Cfr. Preqin Ltd, *Preqin Special Report: Distressed debt in North America and Europe*, febbraio 2016.

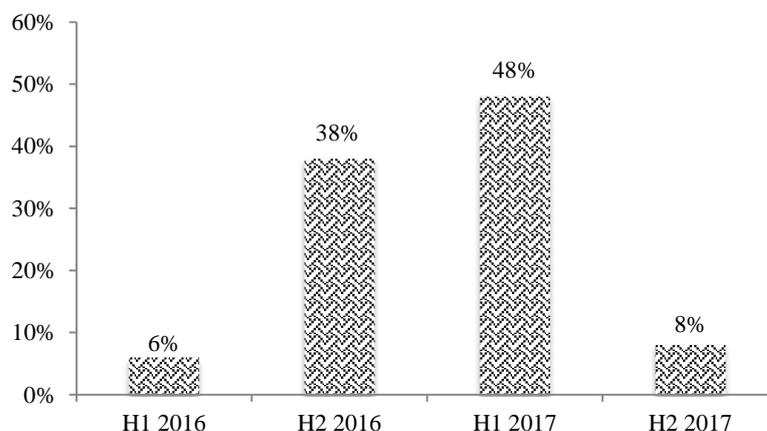
suggerisce che undici fondi chiusi hanno raccolto circa 21,4 mld \$, superando i 20,2 mld \$ raccolti nel 2014 da un numero di fondi chiusi per giunta maggiore. Si noti in aggiunta, nel mercato europeo e statunitense del *distressed debt*, il trend crescente della raccolta di capitale complessivo e il contemporaneo aumento della concentrazione degli operatori di settore: in base alle informazioni illustrate si prevede una maggior concorrenza futura tra i veicoli d'investimento.

Grafico 3



Si ritiene che nel 2016 l'attività mondiale di raccolta di capitale per investimenti in aziende in ristrutturazione aumenti fino a raggiungere un picco nella prima metà del 2017;¹⁵² la motivazione è da ravvisare probabilmente nel fatto che il mercato si aspetta nel breve un incremento del numero di società oggetto di procedure ristrutturatorie, come conseguenza di un generale stato di sovra-indebitamento delle aziende causato dai bassi tassi d'interesse.

Grafico 4

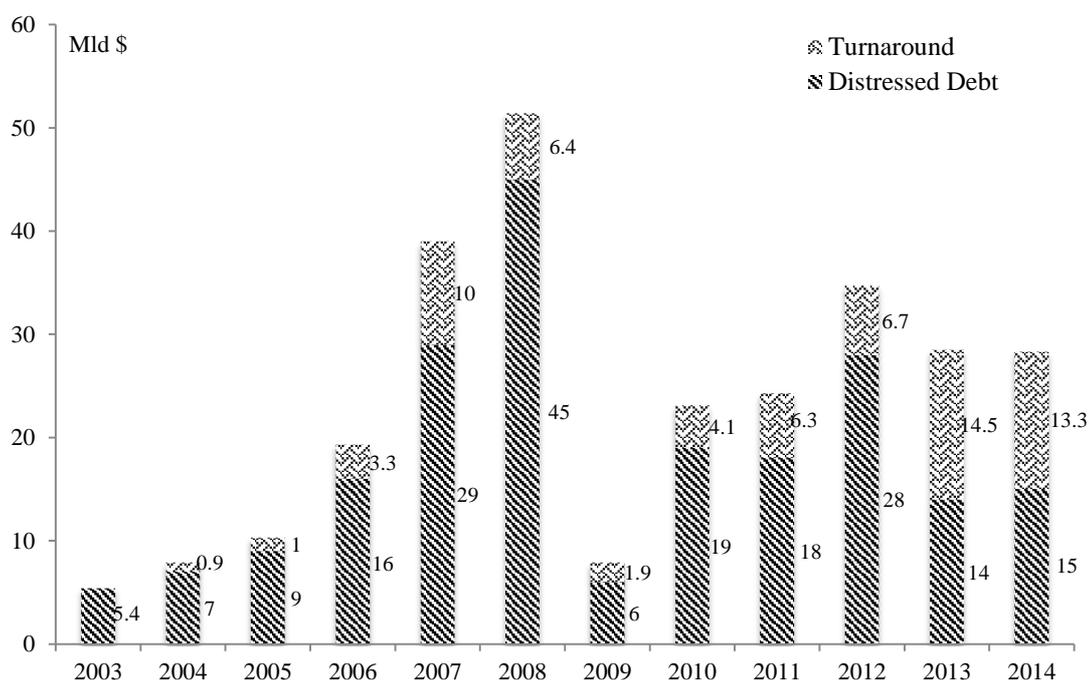


¹⁵² Cfr. Probitas Partners, *Private Equity–Forecast & Desk book for 2015*, www.probitaspartners.com

Gli operatori di mercato dunque si aspettano un contestuale aumento delle ristrutturazioni finanziarie a livello globale. In particolare si attende un incremento nella liquidità del mercato primario di titoli *distressed*, trainato soprattutto dalle operazioni di M&A di aziende in crisi.

È doveroso pertanto ricordare che la raccolta di capitali realizzata dai fondi specializzati nell'investimento in *turnaround* sia da sempre relativamente inferiore al *fundraising* eseguito dai fondi di debito *distressed*; tuttavia questo *gap* va palesemente affievolendosi.

Grafico 5



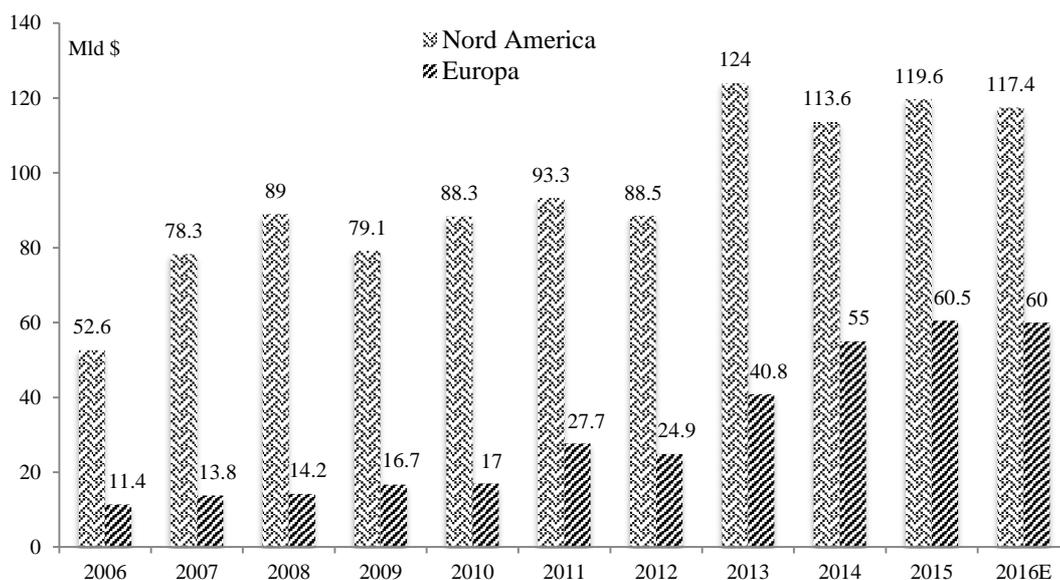
A partire dalla crisi del credito, gli operatori del mercato *distressed* hanno percepito la sensazione che tale mercato fosse illimitato. Sinora infatti il facile rilascio di concessioni sul debito finanziario – e.g. il rifinanziamento, l'estensione del debito e le modifiche dei termini dello stesso – ha condotto ad una comune convinzione che in Europa vi fosse un elevato numero di società che non hanno ancora fronteggiato appieno il “sovra-indebitamento” con tutti i suoi negativi effetti. Si prevede dunque un futuro incremento nel numero di ristrutturazioni finanziarie aziendali.

Pertanto gli investitori istituzionali stanno ora allocando più capitale nel settore del *private debt*; infatti in Europa il capitale disponibile per l'investimento in questo settore è aumentato di un terzo dal 2013. Nel Nord America a gennaio 2016 i fondi di debito *distressed* hanno raggiunto i 38 mld \$ di capitali disponibili; mentre in

Europa i fondi dello stesso tipo gestivano a fine 2015 soltanto 15,2 mld \$: un sostanziale passo in avanti però a confronto con i 2,3 mld \$ gestiti nel 2010.

Il grafico 6 illustra la crescita del capitale disponibile per l'investimento (c.d. “*dry powder*”) nel campo del *private debt* in Nord America ed in Europa dal 2006, con picco evidente nell'anno 2013. Si noti pertanto come stia incrementandosi - non solo negli Stati Uniti - l'ammontare di capitali messi a disposizione per investimenti nelle crescenti opportunità di “*private debt*”.¹⁵³

Grafico 6

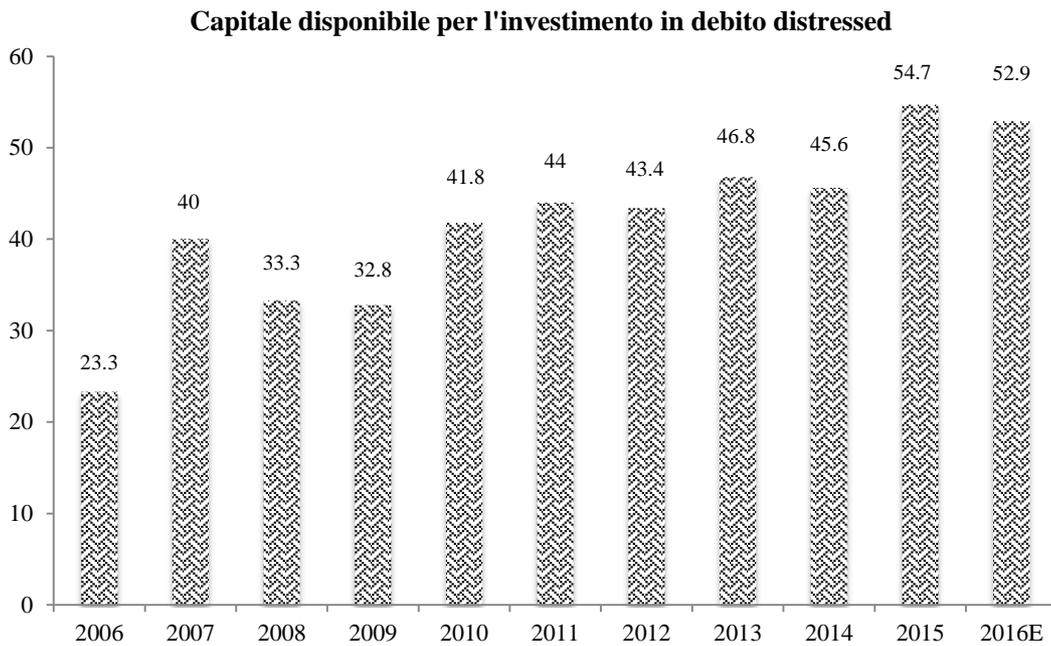


Si attende in aggiunta, sia in Europa che negli Stati Uniti, un'ulteriore conferma del trend crescente di capitale disponibile per l'investimento in debito *distressed*. In particolare il capitale disponibile per investimenti in debito *distressed* ammonta ad una significativa percentuale del capitale complessivo del *private debt* (circa il 30%, i.e. 52,9 mld \$). Non c'è da sorprendersi che quasi il 95% di capitale disponibile per l'investimento in debito *distressed* sia concentrato in Europa o in Nord America, non certo in altre aree del mondo.¹⁵⁴

¹⁵³ Cfr. Rothschild-Orrick, *European distressed debt – market outlook 2016*, DEBTWIRE, gennaio 2016

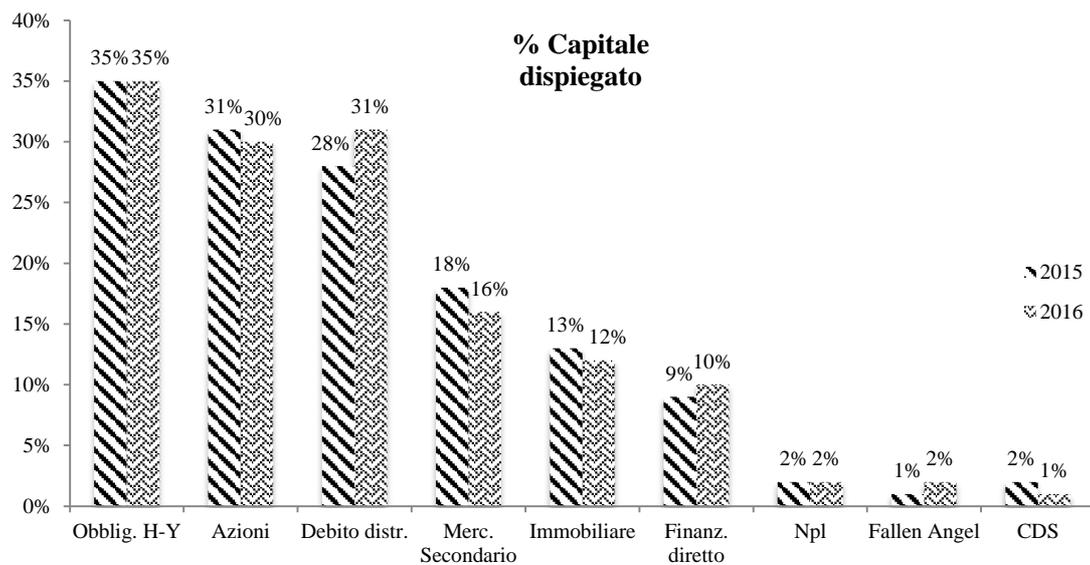
¹⁵⁴ Cfr. Probitas Partners, *Private Equity Institutional Investor Trends for 2016 Survey*, www.probitaspartners.com

Grafico 7



In un tale panorama, è opportuno individuare anche dove si sono dispiegati maggiormente i capitali dei *vulture fund* negli anni più recenti. In particolare, si rileva che il mercato primario di obbligazioni *high yield*, il mercato azionario e quello del credito deteriorato rappresentano ad oggi i mercati con più alta presenza di interventi avvoltoi.¹⁵⁵

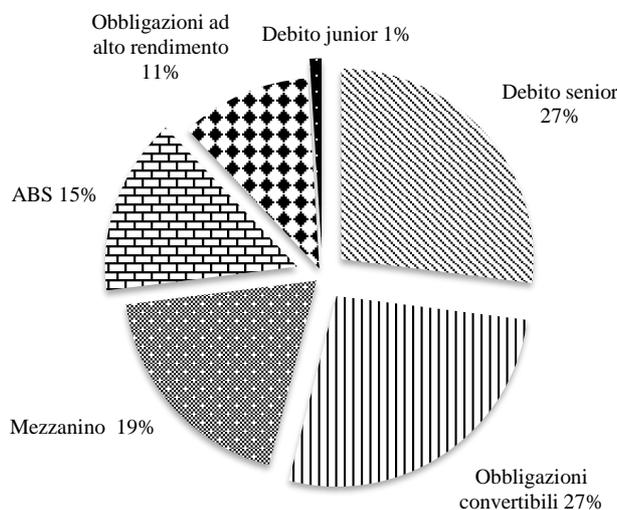
Grafico 8



¹⁵⁵ Cfr. Rothschild-Orrick, *European distressed debt – market outlook 2016*, DEBTWIRE, gennaio 2016

Inoltre, secondo i più tra gli operatori di mercato, nel 2016 gli strumenti finanziari di debito, che conviene acquistare per assicurarsi il rimborso, sono il debito *senior* e le obbligazioni convertibili, a causa dell'attuale volatilità elevata dei mercati.

Grafico 9



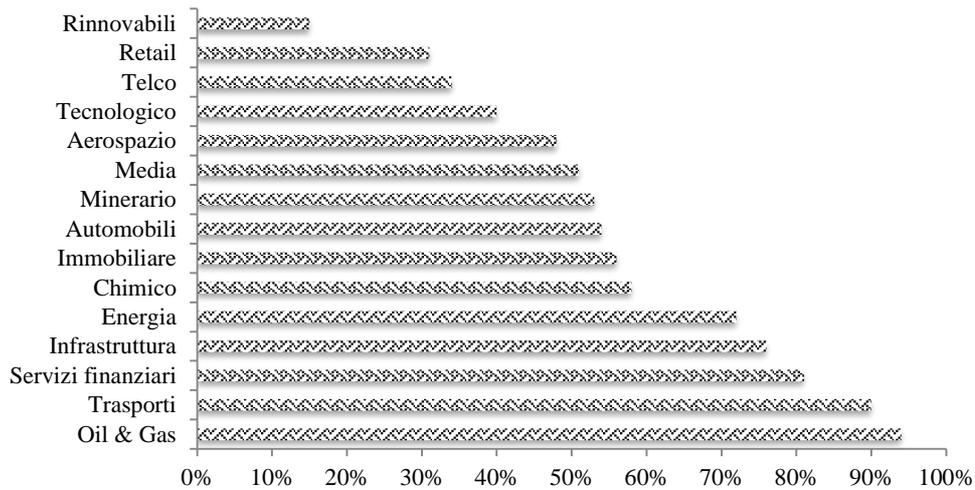
In merito agli investimenti con lo scopo di ottenere il controllo societario, la maggior parte degli operatori *distressed* prevede di perseguire la strategia del *loan-to-own*, tramite compensazione estintiva; il resto degli investitori intende invece assumere il controllo tramite l'acquisto di significative quote azionarie o la sottoscrizione di aumenti di capitale.

Il 2015 comunque è stato un anno da dimenticare per molti investitori *distressed*.¹⁵⁶ Questi ultimi hanno subito notevoli perdite per essere stati coinvolti in alcune spiacevoli situazioni, come è accaduto nel settore "oil & gas" dove molti fondi di investimento hanno assistito a pesanti perdite da metà 2015 con il calare del prezzo del petrolio.

Tuttavia, le migliori opportunità nel 2016 per gli investitori *distressed* derivano dal settore *oil & gas* e da quello dei trasporti, seguiti dai settori dei servizi finanziari, delle infrastrutture e dell'energia.

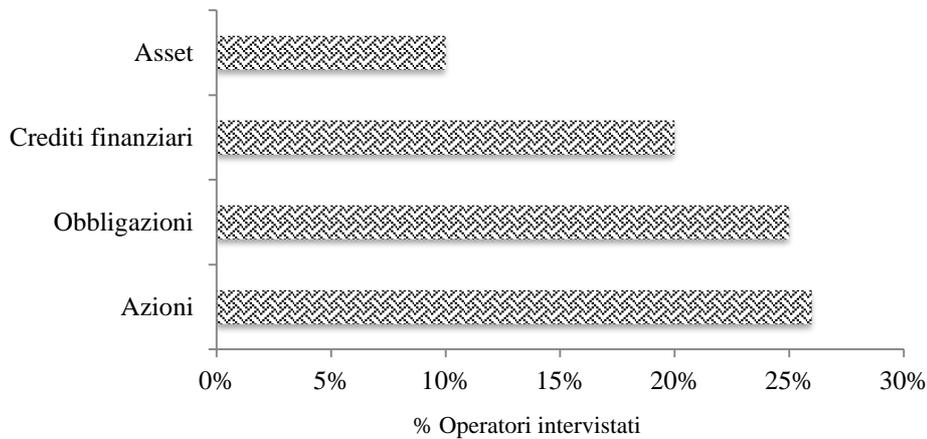
¹⁵⁶ Cfr. Rothschild-Orrick, *European distressed debt – market outlook 2016*, DEBTWIRE, gennaio 2016

Grafico 10



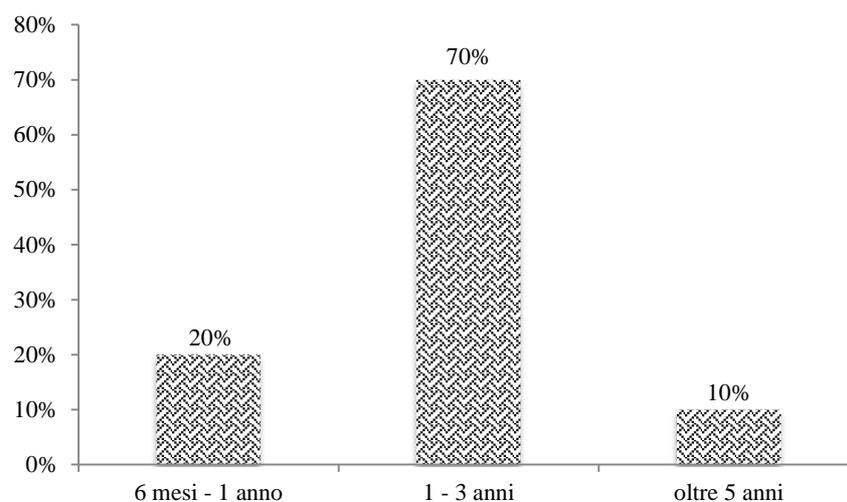
Il settore oil & gas è senza dubbio il settore in cui incide principalmente l'intervento *vulture*; i metodi d'investimento attualmente più utilizzati in questo settore, a parere di molti operatori *distressed*, risultano essere i seguenti.

Grafico 11



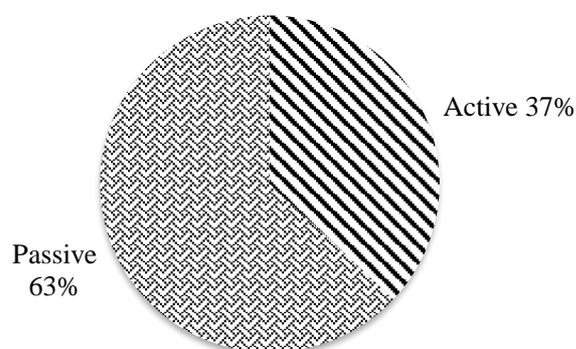
Per quanto concerne, invece, la durata media di un investimento *distressed*, attualmente essa si attesta maggiormente su un periodo medio di 1-3 anni (investimenti “*active/non-control*”).

Grafico 12



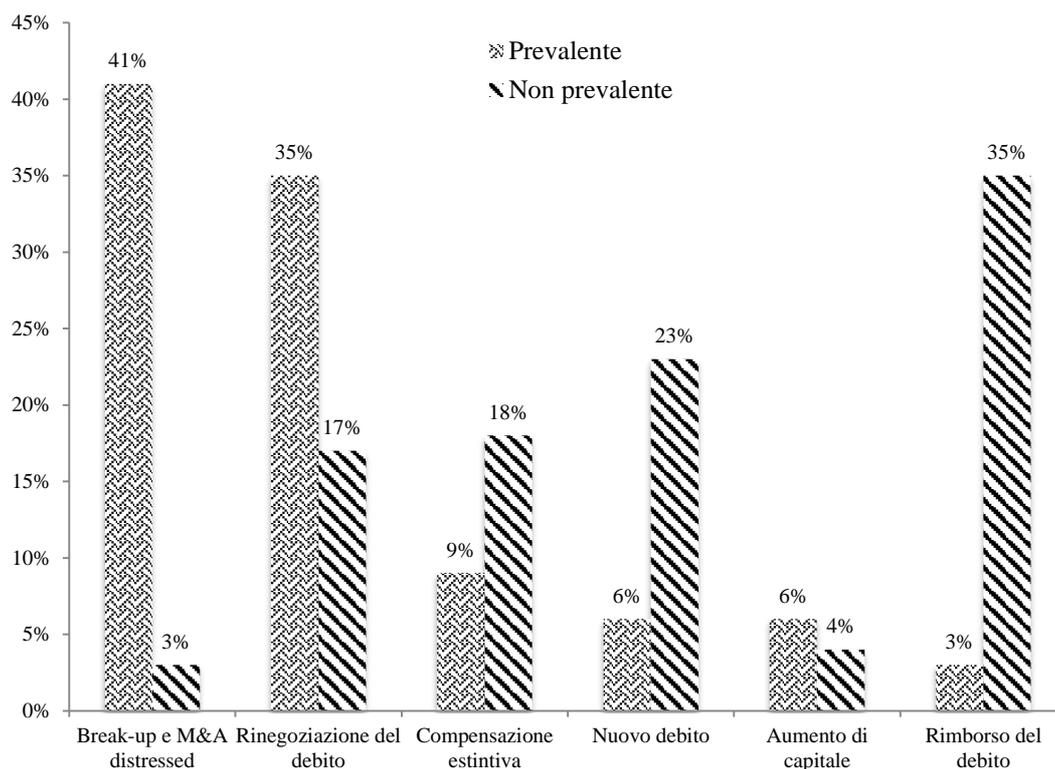
Tuttavia la percentuale di fondi chiusi che attualmente riveste un ruolo attivo nelle ristrutturazioni è come prevedibile bassa, se confrontata con il resto dei fondi con ruolo “*passive*”.

Grafico 13



Per quanto attiene invece alle forme di ristrutturazione finanziaria che saranno prevalenti o meno nel 2016, gli operatori del mercato *distressed* mostrano una opinione condivisa in merito a ciò. Si ritiene infatti che le rinegoziazioni del debito e le cessioni di asset *distressed* saranno le vie ristrutturatorie più seguite dalle aziende in crisi nel prossimo periodo.

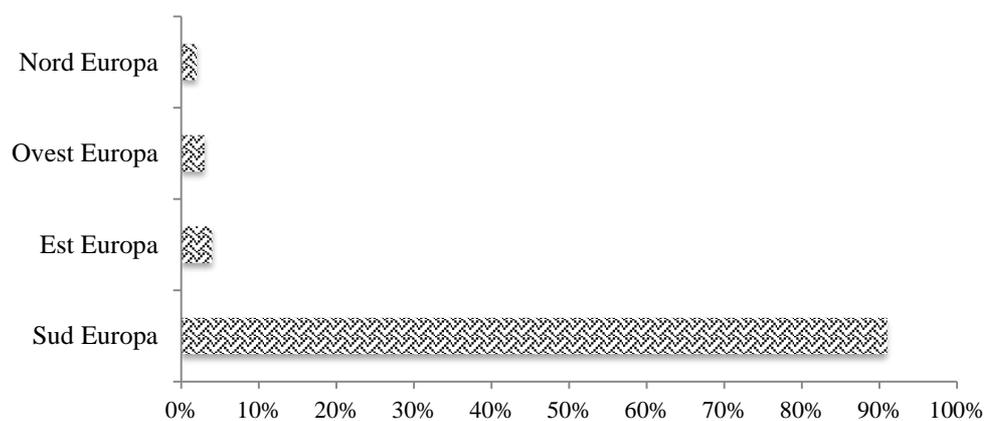
Grafico 14



In Europa oggi le maggiori opportunità di *restructuring* del debito sono collocate nel sud del continente: il Sud Europa difatti continua anche nel 2016 ad offrire molte opportunità d'investimento *distressed* e l'Italia ne rappresenta la capofila insieme alla Spagna.

Ciononostante la Germania, il Regno Unito e i Paesi Bassi rimangono ancora le giurisdizioni più favorevoli per le ristrutturazioni stragiudiziali, dove intervengono maggiormente i fondi *distressed*.

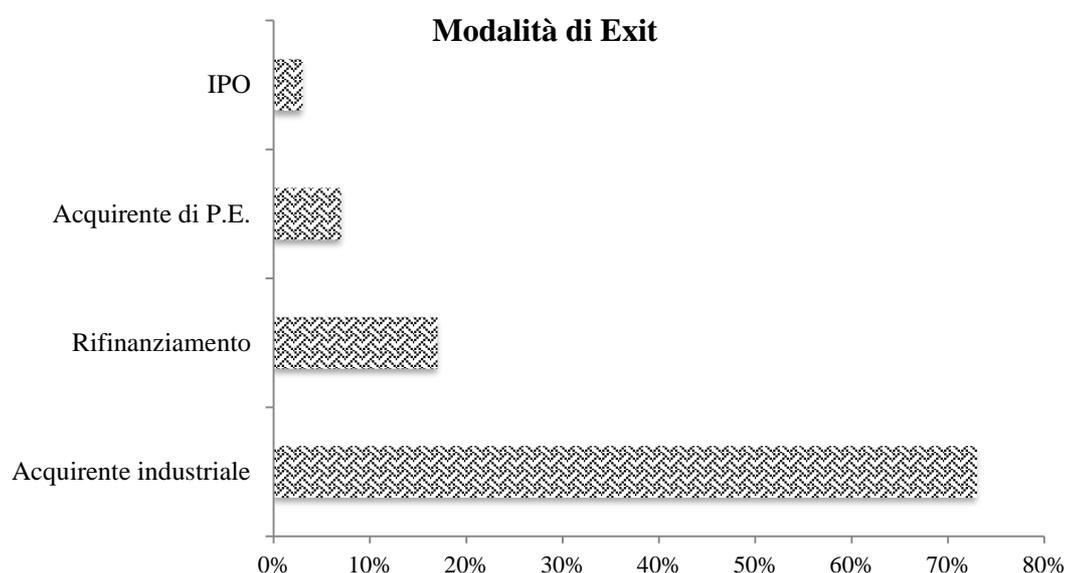
Grafico 15



Altre fonti d'investimento originano dall'est del mondo. Infatti, la costante crescita economica in Cina, seppur lenta, ha impattato sui settori delle *commodity* e su quello delle risorse naturali, influenzando negativamente l'equilibrio finanziario delle società operanti od esposte a tali settori.

Tra le modalità di dismissione dell'investimento che nel 2016 saranno principalmente adoperate dai fondi avvoltoio si rileva una particolare preferenza per le cessioni al c.d. *trade buyer*: la ragione è da ravvisare nel maggior prezzo che un tale acquirente sarebbe disponibile ad offrire in base alle previsioni sui potenziali benefici derivanti dall'integrazione dei business.

Grafico 16



3.1.1 *Le condizioni di mercato a favore di un maggior ritorno.*

La ragione per cui un investitore dovrebbe voler impegnarsi nelle complesse questioni di una procedura di ristrutturazione comprando titoli di una società in crisi è sostanzialmente il prezzo.¹⁵⁷

Il vantaggio preminente di investire in titoli *distressed* è che questi siano negoziati a prezzi relativamente bassi. La stessa società insolvente è cedibile complessivamente a basso prezzo.

¹⁵⁷ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *op. cit.*, p 22 e 23.

Se gli attuali azionisti si ritrovano in una situazione svantaggiata e percepiscono di avere scarse alternative, un potenziale acquirente potrebbe godere pertanto di un rilevante potere contrattuale.

In una circostanza *distressed*, infatti, il venditore è sotto pressione ed il mercato viene quasi sempre distorto. Il mercato *distressed* è uno dei mercati più inefficienti per realizzare transazioni, a causa delle informazioni confuse e della enorme pressione esercitata dalle problematiche legali, dalle procedure straordinarie poco familiari ed anche dal tempo.

La maggior parte degli investitori evita semplicemente di dedicarci tempo, preferendo investimenti che risultino più trasparenti e lineari.

Ciò che scoraggia è il rapido processo di vendita che caratterizza il mercato dei titoli *distressed*. Ciò contrasta con la necessità di tempo che hanno quasi tutti gli investitori, o i potenziali acquirenti in senso lato, per accordarsi internamente e per raccogliere le adeguate risorse da investire.

Di conseguenza succede che la domanda di tali strumenti finanziari rischiosi risulta scarsa ed incapace di coprire la relativa offerta, portando i prezzi a livelli di inefficienza. Quei pochi investitori che impavidamente tentano di guadagnare da investimenti *distressed* scommettono di poter ottenere ritorni oltre la media, nella prospettiva che i titoli emessi da società in crisi si rivelino essere valide opportunità, laddove altri hanno visto solo rischi incommensurabili.

L'idea di fondo è la seguente: gli investitori – come i fondi avvoltoi – che aprono posizioni su di una determinata società o che addirittura la comprano interamente credono che la possibilità di ristrutturare quell'impresa e di portarla ad una condizione di stabilità finanziaria sia più verosimile rispetto alla probabilità che un normale business diventi di grande successo.

In altre parole, essi ritengono che investire in certe società che verosimilmente ristruttureranno con successo la loro struttura del capitale comporti un costo del capitale inferiore, rispetto ad un investimento in società già in equilibrio finanziario – come fanno gli altri fondi *private* – nella speranza che in futuro cresca il valore creato dal loro business. Tuttavia la stima ad un costo del capitale inferiore potrebbe indurre i *vulture fund* a sopravvalutare il valore dell'investimento *distressed*, che invece porta pur sempre con sé un profilo di rischio elevatissimo.

3.1.1.1 *Asimmetria informativa.*

Un mercato si può dire efficiente allorquando i prezzi correnti riflettano tutte le informazioni disponibili, cosicché nessun investitore possa ottenere ritorni maggiori del mercato stesso.¹⁵⁸

In particolare, in quella che è conosciuta come efficienza informativa “in forma forte”, l’accezione arriva ad abbracciare tutte le informazioni esistenti, anche quelle private. Tuttavia una semplice esamina delle assunzioni poste alla base della suddetta teoria mette in luce che quest’ultima è difficilmente applicabile al mercato *distressed*. Ciò ha rilievo nella misura in cui, se si ritenesse il mercato *distressed* perfettamente efficiente, i fondi avvoltoio non potrebbero in alcun modo ottenere i rendimenti straordinari che effettivamente hanno raggiunto e correntemente raggiungono.¹⁵⁹

La prima assunzione alla base della teoria del mercato efficiente è che tutti gli investitori hanno pari accesso all’informazione.

Tale apodittico pre-requisito non vale per i titoli negoziati in tale mercato *distressed*, soprattutto per i titoli di debito.

La maggior parte degli investitori, infatti, tende ad investire in società che hanno copiosi “*coverage*” ed altri documenti informativi redatti dagli analisti sulla condizione reddituale e finanziaria dell’azienda, e laddove ogni transazione venga istantaneamente registrata e pubblicata, come è il caso del mercato azionario.

In tal circostanza quindi è ragionevole dedurre che tutte le informazioni disponibili siano inglobate nel prezzo e generalmente accessibili con minimi costi, o comunque con uno minimo sforzo. Questo ambiente informativo non esiste per il mercato del debito *distressed*, ancor più per le società piccole e medie e per quelle in ristrutturazione giudiziaria.

Ci sono tantissime imprese emittenti obbligazioni ad alto rendimento che non hanno “*coverage*” adeguate od approfondite. Per giunta le transazioni avvengono in via privata e poco trasparente, in misura maggiore per le società non quotate.

Inoltre, quando una società deposita una richiesta di ammissione ad una procedura di concordato, o di “*bankruptcy protection*” negli USA, spesso riporta lunghi ritardi nel produrre i documenti contabili ed i prospetti richiesti. L’informazione riguardo gli

¹⁵⁸ Le basi della teoria del “mercato efficiente” sono ascrivibili a Louis Bachelier, nel suo “*Theory of speculation*” del 1900; tale teoria è stata sviluppata e formalizzata come “*efficient market hypothesis*” da Eugene Fama nel 1970.

¹⁵⁹ Moyer S.G., op. cit., p. 33 e ss.

eventi concorsuali dovrebbero essere in teoria una questione pubblica, ma nella pratica risulta piuttosto complicato potervi accedere. Per giunta, più è ridotta la dimensione della società in crisi e più è complicato aver accesso alle informazioni concernenti la sua ristrutturazione.

In via generica esistono due livelli di accesso alle informazioni: l'accesso riservato e quello pubblico. Le banche e gli obbligazionisti ad esempio, essendo coinvolti nelle negoziazioni nel processo di ristrutturazione con il debitore, posseggono informazioni private su dettagliati report operativi aziendali e sulle previsioni gestionali. Solo un investitore che compra i loro "claim", come un *vulture fund*, può ottenere tali informazioni.

In definitiva si può enunciare che l'asimmetria informativa contraddistingue il mercato *distressed* e rende costoso l'accesso alle informazioni.

3.1.1.2. *La razionalità degli operatori.*

Un'altra assunzione della teoria del mercato efficiente è che gli investitori agiscono razionalmente. L'ipotesi è stata messa ampiamente in discussione dalla "scuola di finanza comportamentista", che invece sostiene l'infondatezza dei classici concetti di razionalità degli agenti di mercato, poiché essi non spiegano la tendenza del mercato ad impegnarsi in periodi di eccesso speculativo ed altre azioni apparentemente irrazionali, come accade per esempio nel mercato in cui operano i fondi avvoltoio.

Assurge a contraltare anche un'altra motivazione alla base dell'infondatezza dell'ipotesi di cui prima: la vendita "costretta" (o "vincolata") di titoli.¹⁶⁰

Si dà il caso che la "libera volontà" sia un requisito molto importante nel processo di compravendita di strumenti finanziari in un mercato efficiente. Tuttavia ciò non accade nel mercato di titoli *distressed*, dal momento che la decisione dell'investitore risulta essere spesso "costretta" poiché non basata sull'autonomia decisionale.

Le motivazioni alla base dei c.d. "*coerced sale*" sono molteplici. L'esempio lampante è il comportamento delle banche nella gestione del loro stesso portafoglio: i singoli istituti bancari infatti hanno come scopo della loro attività il conseguimento di particolari obiettivi di portafoglio; per esempio il rispetto di alcuni tetti o soglie di

¹⁶⁰ Moyer S.G., op. cit., p. 35.

determinati indici di riferimento, che vengono utilizzati dagli investitori e dall'autorità di vigilanza per valutare la salute di una banca. Pertanto, gli istituti bancari non necessariamente mirano alla massimizzazione dei ritorni e dunque degli utili di esercizio, bensì a volte hanno per priorità il rispetto di certi obiettivi di portafoglio, anche a discapito della massimizzazione del profitto. Uno dei principali strumenti utilizzati per perseguire gli obiettivi di portafoglio è lo smobilizzo dei crediti. Queste cessioni avvengono quasi sempre a sconto sul valore nominale dei crediti. Le banche in generale cedono un "loan", quando il prezzo offerto risulta essere, secondo una loro valutazione, "equo" o "razionale".

È "equo" quando il prezzo è approssimativamente pari al *fair value* corrente del credito; mentre è "razionale" quando il prezzo è assimilabile alla migliore opportunità (c.d. "*best case*") di vendita possibile in quel periodo.

Dunque non è la massimizzazione del ritorno che guida l'agire delle banche, quanto l'ottemperanza ad obiettivi di portafoglio, il che implica di conseguenza un certo grado di coercizione nel processo di vendita dell'attività patrimoniale.

Gli obiettivi di portafoglio da perseguire vengono indirizzati dai vincoli posti dal sistema bancario di riferimento; in Europa per quanto concerne l'adeguatezza del patrimonio posto a copertura delle attività ponderate per il rischio, mentre negli Stati Uniti per quanto riguarda l'adeguatezza dei livelli della riserva di copertura delle perdite (c.d. "*loss reserve*").¹⁶¹

3.1.1.3 *I costi di transazione.*

Il terzo assunto basilare della teoria del mercato efficiente è la minimizzazione dei costi di transazione. Tuttavia tali costi sono molteplici e nella realtà dei fondi avvoltoio, o di altri investitori *distressed*, sono presenti almeno due fonti di costi di transazione: da un lato i costi di ricerca della controparte, insieme con i costi della negoziazione, i quali impattano sul fondo avvoltoio nel momento in cui questo è impegnato a trovare il titolo "fulcro" o a gestire la compravendita di crediti deteriorati con gli istituti di credito; dall'altro lato vi sono i costi "*ex post*" la

¹⁶¹ Nel valutare l'adeguatezza della riserva, le autorità americane analizzano la qualità del portafoglio di crediti delle banche statunitensi, usando i rating previsti a livello mondiale dal programma "*Shared national credit*" (o SNC). Le categorie di rating sono cinque ed abbracciano tutti i gradi di qualità del *loan*, dall'inesigibile al recupero certo.

transazione, afferenti la gestione del risanamento della società o più spesso la gestione del recupero crediti, anche per vie legali, nell'ottica della massimizzazione del rendimento, col fine di ricevere un ritorno superiore a quanto speso nell'acquisto a sconto *ab origine*.

In aggiunta, i *vulture fund* devono sostenere gli oneri relativi al compenso dei legali, degli intermediari, degli *advisor* finanziari e dei consulenti industriali; anche il tempo può produrre degli oneri: ad esempio i ritardi che eventualmente emergono nelle trattative d'acquisto di un credito deteriorato possono rendere meno conveniente possedere quel credito poiché nel frattempo è peggiorata irreversibilmente la crisi finanziaria aziendale o magari è già entrata in procedura fallimentare.

I suddetti costi sono innestati con i temi dell'asimmetria informativa e dell'azzardo morale, i quali tanto possono favorire il fondo avvoltoio incrementando il suo potere contrattuale, quanto sfavorirlo, allorquando il *vulture fund* si ritrova a trattare con gli istituti bancari, con il management della società in sede di votazione del piano, nonché con la platea dei creditori ed obbligazionisti in caso di acquisizione del controllo societario.

I costi di transazione vanno tenuti in conto in un investimento *distressed* per giudicare la convenienza stessa dell'investimento: elevati costi di transazione possono rappresentare una barriera per i più tra gli investitori, tuttavia possono rendere troppo oneroso il coinvolgimento in una società in procedura di ristrutturazione anche per un fondo avvoltoio.

La presenza di tali costi induce il fondo a dover attuare economie di scala tramite massicci investimenti su grandi volumi di titoli, al fine di spalmare i costi di transazione su un ampio portafoglio e minimizzarne così l'impatto unitario.

3.2 *Le fonti e le entità del ritorno.*

Le fonti e l'ammontare del ritorno di un investimento avvoltoio sono il risultato diretto delle strategie adottate a monte dal *vulture fund*.

Fatta eccezione per la fase iniziale della ristrutturazione di una società target, in cui il fondo avvoltoio osserva in modo apparentemente "passivo" l'evolversi della procedura, le mosse a disposizione del fondo sono in generale limitate: comprare,

non comprare, mantenere in portafoglio, vendere o vendere allo scoperto titoli *distressed*. Ciò che invece determina per un fondo avvoltoio la complessità dell'intervento e dunque l'entità di un ritorno finanziario è correlato con le seguenti questioni: cosa comprare, quando, come, quanto ed infine a che prezzo.¹⁶²

L'obiettivo rimane lo stesso per tutti gli investitori che operano nel mercato *distressed*: conseguire il ritorno ponderato per il rischio più elevato possibile.

Tuttavia vi sono dei vincoli acclusi al perseguimento di un tale obiettivo. Innanzitutto, non tutti gli investitori presentano la stessa propensione al rischio ed ogni singolo caso ristrutturatorio risulta unico nel suo genere; pertanto è richiesta un'indipendente analisi per ogni singolo processo di ristrutturazione al fine di far fruttare dei rendimenti.

Pochi investitori per giunta, come ampiamente discusso in precedenza, possono vantare tali competenze al pari di un fondo avvoltoio. Ad esempio le compagnie assicurative ed i cosiddetti "*mutual fund*" sono generalmente soggetti avversi al rischio. Al contrario gli *hedge fund* sono disposti a correre maggiori rischi, anche se non godono delle competenze idonee a gestire l'intera procedura di ristrutturazione; infatti gli *hedge fund* non si impegnano quasi mai in strategie che prevedono la "crescita" del valore aziendale, per cui non possono generalmente accedere ai potenziali elevati ritorni di un investimento "*growth*", che invece sono perseguibili da un *vulture venture fund*.

Un indice di comune uso tra i fondi avvoltoio per misurare le entità del "successo" di un investimento è il TRR, ossia il "*total rate of return*": esso include tanto gli interessi percepiti, quanto i *capital gain*, insieme con gli apprezzamenti dei titoli. Tuttavia, per poter attualizzare il ritorno complessivo e calcolare il TRR, il valutatore deve conoscere a priori l'intera durata dell'investimento, il che, nel campo *distressed*, è molto poco verosimile.

Come predetto, il ritorno affonda le sue radici nella tipologia di strategia adottata a monte dall'investitore/fondo. In particolare, un elevato numero di fondi avvoltoio preferisce non impegnarsi spesso in società target già in procedura di ristrutturazione giudiziale, bensì preferisce cercare opportunità di investimento che possano essere disinvestite prima che eventualmente la condizione di squilibrio finanziario degeneri

¹⁶² Moyer S.G., op. cit., p. 220 e ss.

in maniera irreversibile. Dunque stiamo parlando di un coinvolgimento “*passive*” - la strada maggiormente battuta dai *vulture fund*, poiché è tra le più chiare e monitorabili. Il rationale di base è la convinzione del fondo che il titolo sia quotato al di sotto del suo “*fair value*”: dunque, comprandolo subito, il titolo dovrebbe man mano apprezzarsi nel tempo fino a pareggiare il suo valore equo – il punto in cui vendendo il titolo si ottiene un *gain*, ovvero un rendimento nel caso di un’obbligazione mantenuta in portafoglio fino a scadenza.

L’approccio ostenta molteplici ragioni a suo sostegno. Può darsi per esempio che il mercato stia prezzando in quel periodo in maniera errata il valore intrinseco di un titolo; oppure che il business sottostante presenti caratteri di ciclicità che il mercato non tiene in conto; oppure ancora è possibile che l’azienda, nel tentativo di ridurre la sua posizione finanziaria netta, intenda riacquistare a sconto tutte le sue obbligazioni emesse *illo tempore* facendo di conseguenza lievitare il prezzo. Pertanto il fondo deve soltanto identificare il momento più vantaggioso per comprare o vendere allo scoperto.¹⁶³

Ciò che risulta assolutamente funzionale nella prospettiva dell’ottenimento di un ritorno elevato è l’inquadramento di tutti gli scenari possibili a disposizione del fondo per poter calcolare il ritorno atteso; quest’ultimo ovviamente varia per ogni categoria di strumenti finanziari emessi dalla società target.

In dettaglio, quando una società target presenta una struttura del capitale complessa, con un’ampia varietà di opzioni di investimento¹⁶⁴ - e.g. debito bancario, obbligazioni *senior* non garantite, obbligazioni subordinate, etc. – è opportuno realizzare una stima delle conseguenze di ogni tipologia di investimento in un determinato titolo o credito che sia, suddividendo i vari tipi di scenario plausibili associati ad un certo grado di rischio.

Si traccia a tal proposito la c.d. “matrice dei ritorni potenziali”. Ad ogni scenario viene associato dunque il prezzo corrente di un titolo di riferimento; inoltre ad ogni titolo è collegato un certo valore futuro di ritorno atteso, che varia all’avverarsi di determinate circostanze: ad esempio, se la società entra in procedura concorsuale (o in *Chapter 11* per le società americane), il ritorno di un’obbligazione *senior* scenderà ad un determinato valore poiché cala la speranza di rimborso. Al contrario, in caso di

¹⁶³ Moyer S.G., op. cit., p. 223 e ss.

¹⁶⁴ Cfr. Moyer S.G., op. cit.: “La struttura del capitale è come una scacchiera: definisce quali mosse sono fattibili”.

rinegoziazione del debito aziendale in via stragiudiziale, il ritorno salirà di una determinata percentuale (es. + 10%); tale ritorno sarà certamente inferiore alla variazione percentuale in aumento del ritorno atteso di un altro titolo di debito più rischioso – in cui il fondo potrebbe pure investire - nella medesima circostanza di rinegoziazione (+ 22%). Infine si calcola il margine di guadagno o di perdita ammesso ad ogni ritorno potenziale rispetto al prezzo di partenza. L'errore da non commettere è assimilare a risultato certo il valore atteso futuro del ritorno potenziale. Infatti, considerare l'impatto nelle varie opzioni d'investimento e le relative probabilità è utile nel valutare il rischio annesso alle varie strategie di investimento; tuttavia esso non funge da garanzia assoluta. In tal senso il fondo avvoltoio peccherebbe di presunzione nell'assumere di poter prevedere tutte le circostanze future possibili che potrebbero impattare sul valore finale di rimborso di un titolo di debito o sul rendimento di un titolo azionario.

In caso di coinvolgimento “*active*”, invece, il profilo rischio-rendimento sale e con esso anche il numero di scenari plausibili. Il tempo dell'investimento si allunga, mentre si riduce la liquidità della posizione che il fondo va ad assumere tra i titoli *distressed*. La tipica situazione di un approccio *active* è il caso in cui il fondo avvoltoio crede che la crisi finanziaria aziendale sia dettata semplicemente da un sovra-indebitamento e che la società target abbia margini di manovra gestionale ed una struttura del capitale semplice. Queste ultime caratteristiche permettono al fondo di intervenire, facendo incrementare il valore dell'*entity* e di conseguenza il ritorno sull'investimento medesimo.

Qualora però il fondo ritenga che una ristrutturazione giudiziale sia inevitabile, è doveroso che esso analizzi anche gli scenari post-ristrutturazione e come questi possano influenzare il valore futuro dei titoli.

In ultima istanza, bisogna tenere in conto non solo il *range* di risultati possibili consequenziali al processo di ristrutturazione, ma anche il tipo di strumenti finanziari che eventualmente il fondo potrà ricevere in base al piano di ristrutturazione (titoli di debito o di *equity*)¹⁶⁵, così da poter stimare i vari ritorni attesi.

¹⁶⁵ Il piano infatti delinea una nuova struttura del capitale per la società risananda.

3.2.1 Il settore del turnaround.

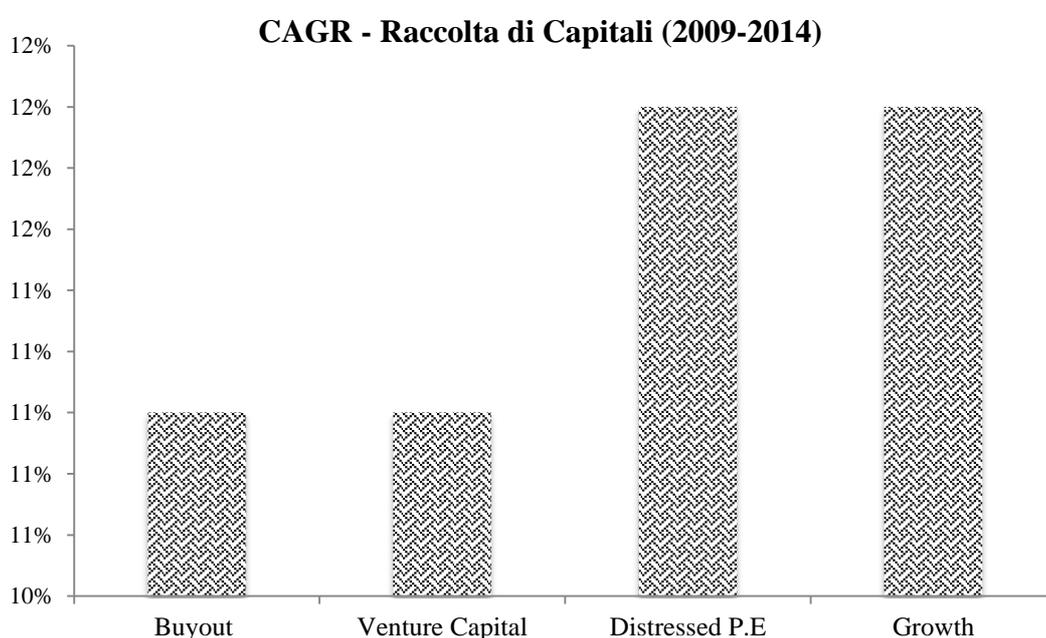
A causa delle recenti politiche monetarie molto accomodanti, l'ambiente europeo per gli investimenti in società in crisi risulta essere favorito negli anni post-crisi, i quali hanno registrato bassi tassi d'interesse e abbondanza di liquidità.¹⁶⁶

L'enorme quantità di capitali, alimentata dagli interventi della banca centrale europea, ha condotto i tassi di default a livelli bassissimi e di conseguenza ha comportato una scarsità d'offerta di opportunità di investimento in situazioni di *turnaround*, dal momento che anche le società più indebitate, grazie a questo favorevole ambiente, riescono a posporre la ristrutturazione o addirittura il default.

Tuttavia l'abbondante flusso di liquidità nei mercati ha semplicemente differito in futuro il *distress* finanziario delle società.

Ciononostante si ravvisano segnali iniziali che il panorama di investimento per gli investitori *distressed* diventerà più fertile nel prossimo futuro; ma rimane impossibile da predire quando il mercato *distressed* fuori uscirà dalla sua attuale depressione.

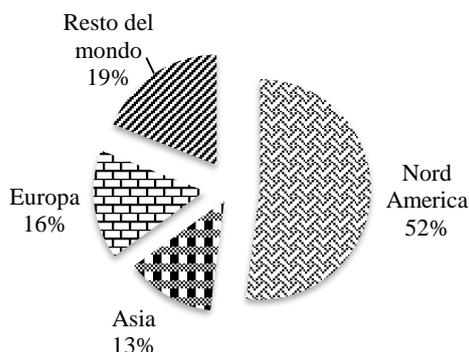
Grafico 17



A livello mondiale, l'investimento in *turnaround* cresce agli stessi ritmi degli altri *stage* di *private equity*¹⁶⁷; mentre l'attività di raccolta di capitali rimane ancora concentrata maggiormente negli Stati Uniti.¹⁶⁸

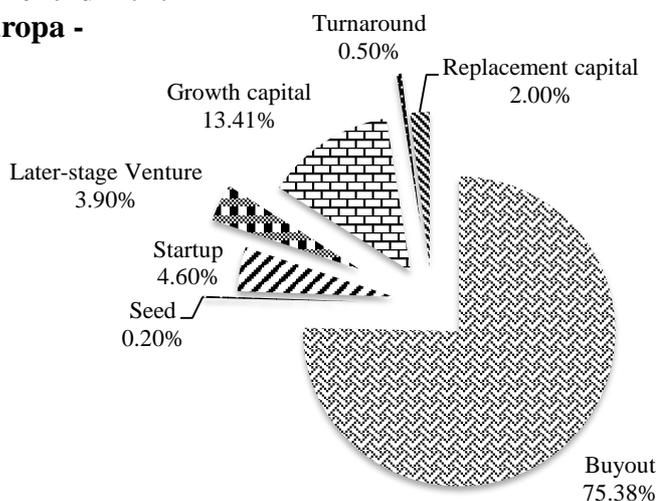
¹⁶⁶ Cfr. TorreyCove Capital Partners, 2015 *Private Equity market outlook*, www.torreycove.com.

Raccolta di capitali 2014 - Turnaround



In Europa la percentuale di investimenti *private* nello *stage* in esame permane di scarsa importanza se confrontata con quella degli altri *stage*: in particolare sono stati investiti di recente in *venture capital* 3,6 mld di euro, in *buyout* ben 31,3 mld; mentre in *growth capital* circa 5,6 mld di euro.¹⁶⁹ Inoltre, l'attività d'investimento in *turnaround* in Europa rimane davvero esigua se paragonata a quella statunitense.

% Investimenti di P.E. - Europa -



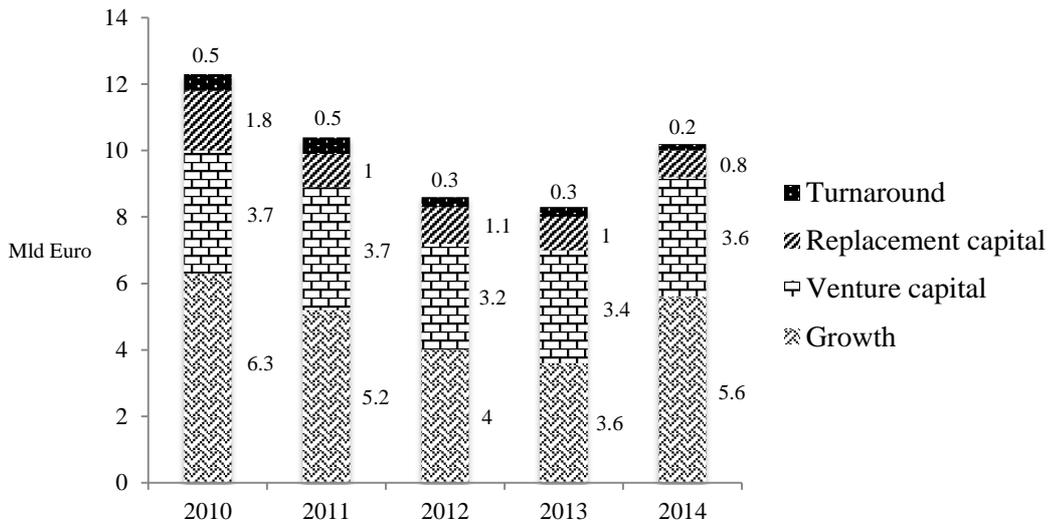
Il grafico 20 mette in luce il volume degli investimenti europei di *private equity* classificati per *stage* dal 2010 al 2014: il *turnaround* rappresenta palesemente una vera e propria “nicchia”.

¹⁶⁷ Cfr. Bain & Company, *Global private equity report 2015*, www.bain.com, 2015.

¹⁶⁸ Cfr. Probitas Partners, *Private Equity –Forecast & Desk book for 2015*, www.probitaspartners.com.

¹⁶⁹ Cfr. EVCA, *2014 European private equity activity*, www.investeurope.eu, 5 maggio 2015.

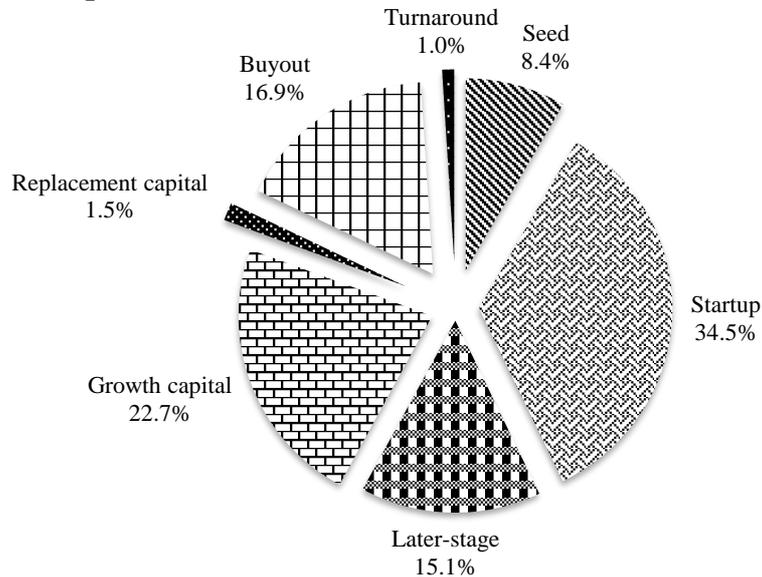
Grafico 20



Anche nel numero di società target il *turnaround* mostra un'irrisoria incidenza nell'universo delle target di investimenti europei *private*.

Grafico 21

**% Num. Società target di P.E.
- Europa -**

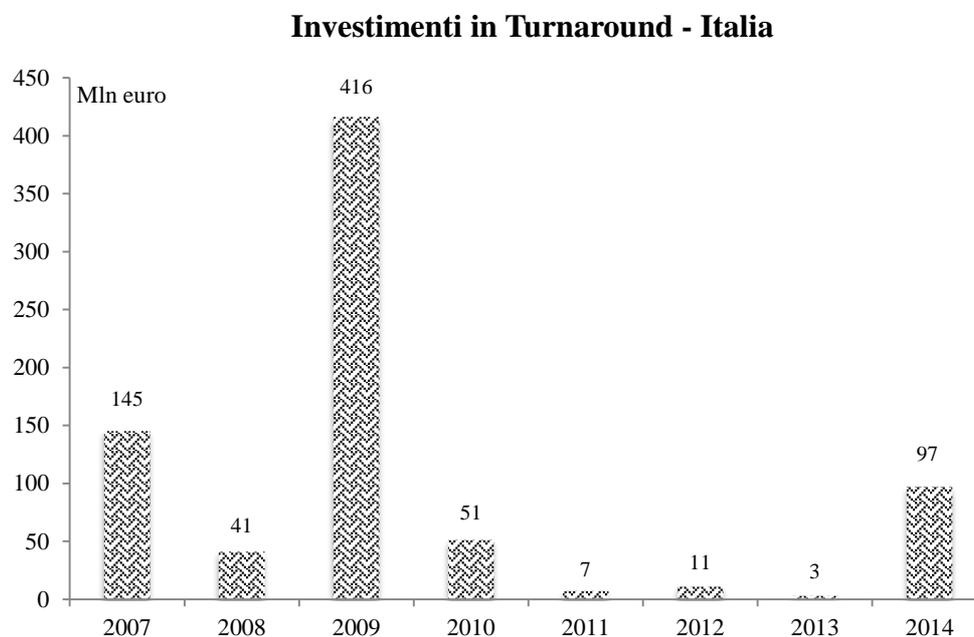


In Italia gli investimenti totali in *turnaround* fino al 2010 non superavano il 5% degli investimenti totali di *private equity*.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Cfr. Danovi A., *Private Equity for distressed companies in Italy*, in *Esperienze d'impresa*, n. 1, 2010.

Tuttavia nel 2014 l'ammontare di investimenti in *turnaround* ha raggiunto un apice (97 mln di euro) incrementando del 3144,6% rispetto al 2013, anche se continua ad attestarsi sul 3% del totale degli investimenti *private*¹⁷¹.

Grafico 22



Comunque nel panorama italiano dei fondi chiusi vi è non solo l'assenza di operatori italiani di rilievo che siano dedicati esclusivamente all'attività avvoltoio, ma anche una generale mancanza d'interesse per questa nicchia di *private equity*. Infatti i fondi italiani che investono come fondi avvoltoio sono anche operanti in altri campi del *private equity*. Sono di scarso numero i fondi italiani dedicati esclusivamente ad investimenti in *turnaround*, tra cui si distinguono Atlantis Capital Special Situation S.p.A. e Management & Capitali S.p.A.

La ragione è da ravvisare nella dimensione relativamente piccola del mercato italiano dei fondi chiusi rispetto al contesto statunitense. Per giunta in Italia nel 2015 le procedure non fallimentari/concordati preventivi sono diminuite e si riconferma il trend in calo del ricorso al concordato in bianco, introdotto da metà 2013. Rimangono ancora scarsamente utilizzati gli accordi di ristrutturazione del debito. Una tale situazione è dovuta soprattutto alla diminuzione delle liquidazioni volontarie; ciò implica aspettative più ottimistiche da parte degli imprenditori sui ritorni attesi dall'attività.

¹⁷¹ Cfr. Aifi, *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2015*, www.aifi.it, 2015.

I dati suddetti sono in netto contrasto con i dati dei fallimenti che invece mostrano un andamento crescente e mai arrestatosi a partire dalla seconda metà del 2007.¹⁷²

Grafico 23

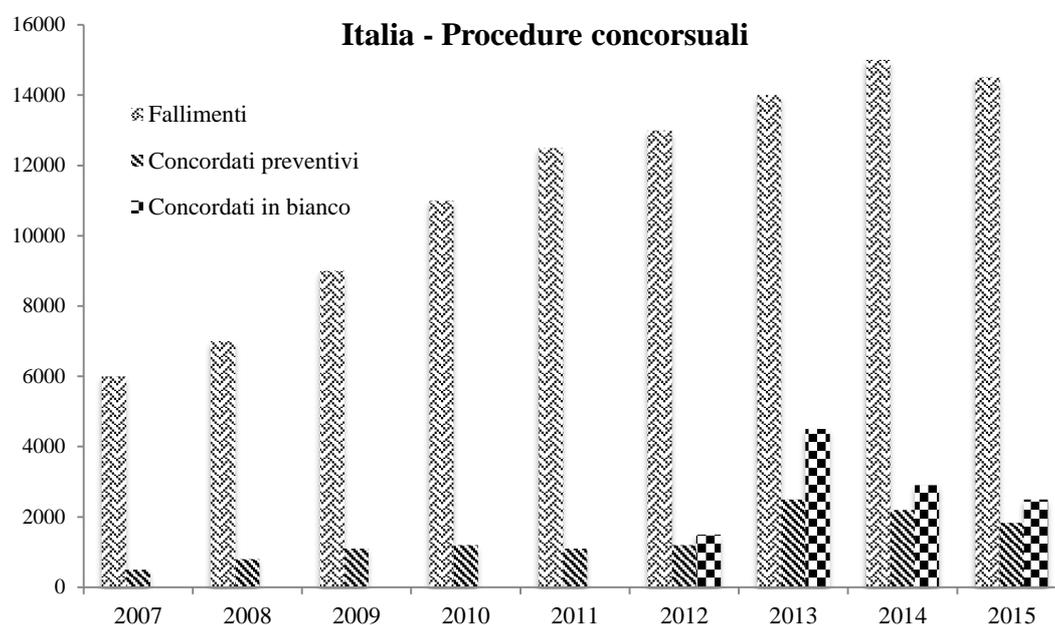
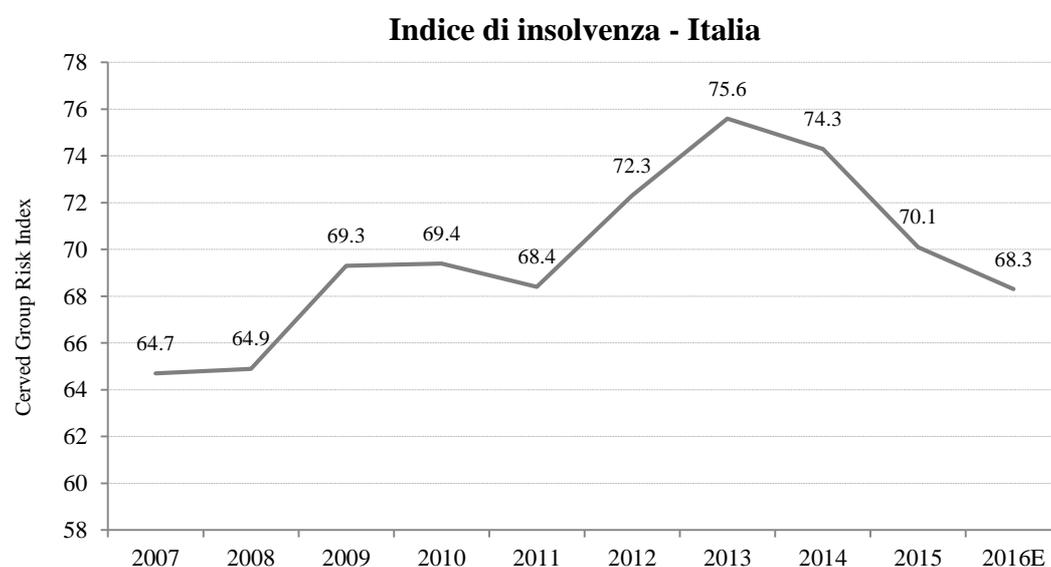


Grafico 24



Il quadro normativo fallimentare italiano in continua riforma compie tuttavia passi in avanti nella direzione della già esistente disciplina americana sulle ristrutturazioni.¹⁷³

Ciò agevola e attrae gli interventi *vulture* nel paese.

¹⁷² Cfr. Cerved, *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, www.know.cerved.com, n. 25, dicembre 2015.

¹⁷³ Cfr. EnVent S.p.A., *Ristrutturazione del debito e turnaround – outlook sull'Italia*, www.envent.eu, maggio 2015.

È emblematico il caso di Carige, l'istituto bancario genovese, che ha ricevuto nel 2016 l'offerta di acquisto dei suoi *non-performing loan* per 695 mln di euro, pari al 17,6% del valore nominale delle sofferenze totali da parte del noto *vulture fund* americano "Apollo management", con contestuale proposta di sottoscrizione di un aumento di capitale da 500 mln di euro riservato al fondo medesimo, il quale otterrebbe in tal modo il controllo di fatto e di diritto della banca italiana.

3.2.2 *Il panorama europeo dei crediti deteriorati.*

Il mercato principale in cui opera la stragrande maggioranza dei *vulture fund* è il mercato dei crediti deteriorati.

Ai fini di una maggior comprensione dei termini e dei concetti afferenti l'argomento in questione, è opportuno fare riferimento alle definizioni raccomandate dall'"European Banking Authority" o EBA, e da Banca d'Italia.

In particolare, i crediti deteriorati o c.d. "*non-performing loan*", sono attività che non riescono più a ripagare il capitale e gli interessi dovuti ai creditori; sono cioè crediti il cui recupero è incerto, vuoi per rispetto delle scadenze, vuoi per ammontare dell'esposizione.

I crediti deteriorati si suddividono nelle seguenti categorie: gli incagli, le sofferenze, le esposizioni ristrutturate e le esposizioni scadute e/o sconfinanti.

Gli incagli sono prestiti non performanti di entità temporanea, che si ritiene possano essere recuperati in un limitato lasso temporale.

Le sofferenze invece sono crediti vantati nei confronti di un debitore che versa in uno stato di insolvenza e presentano un grado di rischio maggiore degli incagli; in tal caso gli intermediari creditizi sono costretti a dover accantonare maggiori riserve a copertura delle perdite attese¹⁷⁴ rispetto agli incagli. Le riserve di capitale vanno accantonate in proporzione al rischio delle sofferenze.

¹⁷⁴ La perdita attesa è il risultato del prodotto fra tre fattori: l'esposizione creditizia a scadenza (EAD) x probabilità di inadempienza (PD) x 1-perdita in caso di inadempienza (LGD). Per tale perdita attesa va accantonata una riserva per perdite su crediti (fondo svalutazione) che rettifica il valore nominale del credito (credito valutato al "valore di presumibile realizzo"). Con il d. lgs. 139/2015 viene introdotto il metodo del costo ammortizzato per la valutazione dei crediti, dei debiti e dei titoli anche per le società di capitali che non adottano i principi IAS/IFRS.

Le esposizioni ristrutturate invece sono finanziamenti le cui condizioni contrattuali sono state modificate, comportando una perdita per la banca.

Infine, le esposizioni scadute e/o confinanti sono crediti non onorati da oltre 180 giorni, oppure 90 giorni per certi altri crediti di questo stesso tipo.¹⁷⁵

A tal proposito bisogna aggiungere anche la nozione di “*forborne credit*”, ossia le esposizioni oggetto dell’attività di “*forbearance*” .

Le misure di *forbearance* consistono in concessioni verso un debitore che versa in difficoltà finanziarie o che sta per fronteggiarle.¹⁷⁶

I crediti “*forborne*” sono assimilabili alle esposizioni ristrutturate, tuttavia si differenziano da queste per il tempo di permanenza nella categoria.

Le esposizioni ristrutturate infatti dopo due anni possono rientrare nel portafoglio *in bonis*¹⁷⁷.

Discorso a parte meritano invece i crediti *forborne*; in dettaglio l’EBA distingue due categorie di “*forborne*”:

- *forbearance non-performing*: in cui il credito deve restare almeno un anno; dopo di che può superare lo status di “non performante”;
- *forbearance performing*: da cui il credito uscirà dopo due anni rientrando nella classe dei crediti *in bonis*.

Lo stato attuale dei *non-performing loan* in Europa indica un generale livello di crescita delle cifre di crediti deteriorati, probabilmente correlato con i problemi relativi al rischio di credito degli Stati; ciò apre la strada a maggiori interventi avvoltoio futuri nel continente europeo.

¹⁷⁵ La Banca d’Italia ha costituito un archivio, la c.d. “Centrale dei Rischi”, che raccoglie tutte le informazioni sull’indebitamento della clientela verso le banche ed intermediari finanziari.

¹⁷⁶ Art. 163 della bozza finale ITS (EBA/ITS/2013/035), citato nel par. 3 delle “*Recommendations on asset quality review*”.

¹⁷⁷ Cfr. Medelli F., *Le pratiche di “forbearance” sui crediti, considerazioni dopo le raccomandazioni EBA*, novembre 2013.

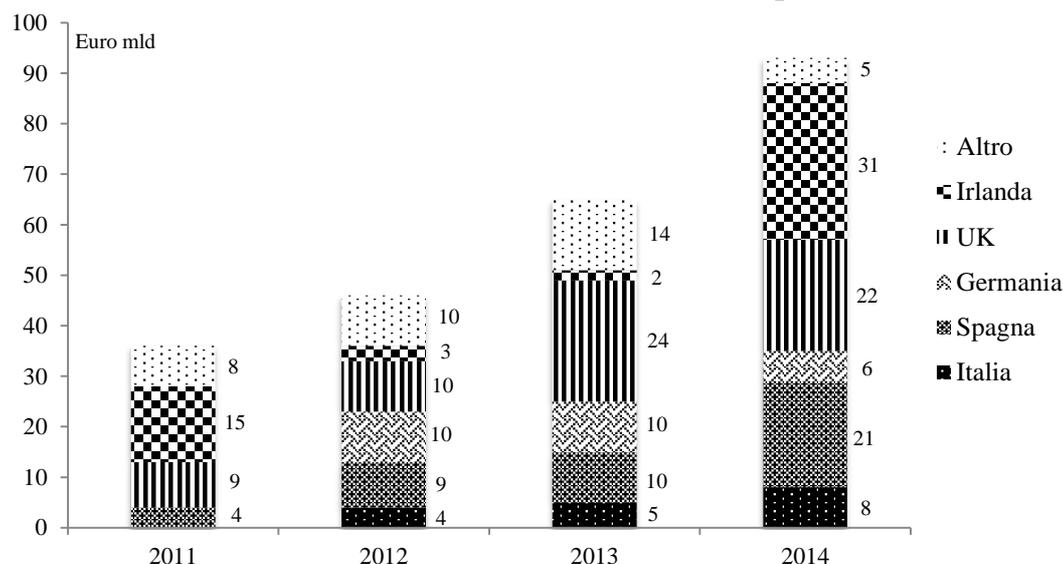
Crediti deteriorati su totale finanziamenti

%	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Italia	10	11,7	13,7	16,5	16,9	17
Spagna	4,7	6	7,5	9,4	8,5	7,3
Germania	3,2	3	2,9	2,7	2,6	3,3
Francia	3,8	4,3	4,3	4,5	5,2	4,3
UK	4	4	3,6	3,1	2,7	2,9
Irlanda	13	16,1	25	25,7	18,7	21,5
Paesi Bassi	2,8	2,7	3,1	3,2	3,1	3
Portogallo	5,2	7,5	9,8	10,6	11,2	16,3
Svezia	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	1
Norvegia	1,5	1,7	1,5	1,3	1,3	1,4

Volgendo lo sguardo al mercato europeo dei portafogli di *non-performing loan*, si nota che i volumi di questi sono in netta crescita, dai 46 mld di euro del 2012 di portafogli di *non-performing loan* totali negoziati a 91 mld nel 2014; tali cifre hanno superato i 100 mld nel 2015 e sono destinate a crescere nel 2016.¹⁷⁸

Grafico 25

Mercato dei crediti deteriorati - Europa -



Tuttavia, a confronto con gli USA dove il mercato dei *non-performing loan* esiste dal 1980 ed ammonta a 400-450 mld \$ l'anno¹⁷⁹, il mercato europeo (100 mld di euro) è in fase di “*early stage*”.

In Italia il mercato delle cessioni dei crediti deteriorati pesava nel 2014 appena l'8% circa del mercato europeo, ostentando una dimensione ancora troppo ridotta,

¹⁷⁸ Cfr. Perraudin W., *NPL, debt restructuring and structured finance*, www.riskcontrollimited.com, 10 luglio 2015.

¹⁷⁹ Cfr. EnVent S.p.A., *Ristrutturazione del debito e turnaround – outlook sull'Italia*, www.envent.eu, maggio 2015.

soprattutto se confrontata con gli stessi volumi di *non-performing loan* presenti nei bilanci degli intermediari creditizi italiani.

Superavano gli 800 mld-1 trilione di euro nel 2014 i *non-performing loan* presenti negli attivi patrimoniali delle banche europee.

Si stima che molto probabilmente nel 2016 la dimensione di tutti gli attivi bancari non performanti e “*non-core*” si attesti sui 2 tln di euro, e che il mercato per la negoziazione di portafogli di crediti nel 2016 superi i 130 mld in *deal* completati¹⁸⁰.

La Banca centrale europea, il Meccanismo di vigilanza unico, i requisiti patrimoniali per le banche e le compagnie assicurative previsti da Basilea III e da Solvency II ed in futuro l’IRFS 9 continuano a stimolare le cessioni di questi portafogli, avvantaggiando e facilitando quanti, come soprattutto i *vulture fund*, vogliono acquistare a sconto i crediti posti in vendita dagli istituti bancari.¹⁸¹

Il rationale alla base del trend di disinvestimento promosso dall’Autorità bancaria europea è che elevati livelli di crediti deteriorati nel sistema bancario reprimono la crescita del credito e riducono l’attività economica complessiva.

A settembre del 2015 il FMI ha pubblicato un dettagliato “*discussion paper*” delineando alcune strategie possibili per la risoluzione dei crediti deteriorati in Europa. Di contro la BCE ha pubblicato una lista di priorità per il 2016 del Meccanismo di vigilanza unico, identificando il rischio di credito come una delle cinque aree di focus della sua attività di vigilanza; per cui la BCE intende creare una “*task force*” incaricata di vigilare sulla situazione delle istituzioni bancarie con elevati livelli di *non-performing loan* al fine di proporre azioni risolutorie.

Comunque, la maggior parte dei crediti deteriorati è concentrata nell’area meridionale dell’eurozona e nei paesi dell’Est Europa; inoltre, secondo il Fondo Monetario Internazionale, il volume di crediti *non-performing* ad oggi è drammaticamente duplicato rispetto ai livelli del 2009.

I benefici che comporta la “pulizia” degli stati patrimoniali bancari dai crediti deteriorati – cosa che un *vulture fund* è in grado di realizzare – sono molteplici: aumenta la profittabilità delle banche, eliminando le pesanti perdite di valore negli attivi patrimoniali e consentendo un margine di intermediazione positivo, e si evita di

¹⁸⁰ Cfr. Deloitte, *Deleveraging Europe 2015-2016*, www.deloitte.com, 2016

¹⁸¹ In Europa nel 2015 gli acquirenti più attivi in tal senso sono stati: Cerberus, Deutsche Bank, Goldman Sachs, CarVal, Lone Star, Kensington Mortgage Co Limited, Blackstone, Oaktree, DE Shaw e Banca IFIS.

accantonare una rilevante quantità di patrimonio a copertura del rischio degli attivi e di sostenere elevati costi amministrativi e di gestione dei crediti deteriorati.

Questi ultimi riducono la trasparenza del bilancio bancario, scoraggiano gli investitori, fanno incrementare i costi della raccolta di capitali e riducono la concessione di finanziamenti futuri.

Le banche difatti non sono costituite per agire come fondi di debito *distressed*; bensì prima possono tornare al loro naturale business model, prima possono riprendere la loro tradizionale attività di credito.

Tuttavia una banca può accettare la proposta avvoltoio di acquisto dei *loan* a sconto solo se il capitale dell'istituto di credito sia sufficiente ad assorbire l'effetto negativo che deriva dalla rilevazione contabile delle perdite su crediti causate dalla vendita a sconto dei suddetti *loan*: qualora la banca non sia ben capitalizzata e venda comunque i crediti a sconto, si ritroverà a violare i *ratio* patrimoniali previsti da Basilea III.

Le comuni alternative a disposizione di un istituto bancario per risolvere il problema dei crediti deteriorati sono:¹⁸²

- “*Passive rundown*”; la banca mantiene le posizioni creditizie in stato patrimoniale gestendo internamente le insolvenze.
- “*Transaction*”; la banca vende o “cartolarizza” gli attivi immobilizzati non performanti, anche tramite una entità esterna c.d. *bad bank*.
- “*Work-out on balance sheet*”; la banca accelera il recupero negoziando con i debitori delle concessioni sui termini del contratto di finanziamento in loro favore.

In Italia si è rilevato un significativo utilizzo della cartolarizzazione come veicolo di cessione dei crediti deteriorati. Il mercato era attivo dal 2000 al 2005, ma poi è scomparso a causa della crisi americana dei derivati.

Di recente grandi investitori istituzionali americani hanno investito in portafogli italiani di *non-performing loan*, anche attraverso la cartolarizzazione.

Ciò che scoraggia in via generale i trasferimenti di portafogli di crediti deteriorati è il *gap* di prezzo (almeno 15-20%) tra il valore del credito derivante dalla contabilità interna alla banca e il valore di mercato. Tale discrasia origina dal fatto che il valore attuale di recupero stimato dalla banca sottintende un costo del capitale più basso di

¹⁸² Cfr. Perraudin W., *NPL, debt restructuring and structured finance*, www.riskcontrollimited.com, 10 luglio 2015.

quello che invece stimerebbe un investitore terzo nel momento in cui peggiora la qualità del credito in questione. L'investitore richiederà un tasso maggiore che compensi le perdite attese e che fornisca un premio per il rischio.

Sic stantibus rebus, la banca è costretta a svendere gli attivi non performanti oltre il previsto per poter essere ottemperante alle raccomandazioni dell'Autorità bancaria europea di cui prima.

Il Fondo monetario internazionale ha rilevato che¹⁸³ i tassi di stralcio (“*write-off*”) delle banche europee sono molto più bassi di quelli americani, nonostante il maggior volume di *non-performing loan* europei. Secondo il Fondo monetario inoltre sarebbero almeno quattro gli impedimenti attuali per la risoluzione dei crediti deteriorati in Europa: ostacoli di natura legale e tributaria, una vigilanza non efficiente, ostacoli informativi e carenza nel mercato del debito *distressed*.

In merito alla vigilanza inefficiente, il Fondo monetario critica le ambiguità permesse dalle autorità europee circa i principi contabili IFRS che disciplinano i *non-performing loan*.

In particolare viene lasciata un'eccessiva discrezionalità decisionale nella scelta dell'ammontare degli accantonamenti a fronte del rischio di credito. In secondo luogo, gli IFRS prevedono esplicitamente le svalutazioni per i rischi dei crediti, ma non forniscono dettagli sulle modalità di stralcio. Inoltre gli IFRS permettono il principio “reddito maturato” per quanto concerne gli interessi attivi prodotti dai *non-performing loan*. Cioè sono di competenza dell'esercizio gli interessi attivi maturati sui crediti deteriorati in quell'anno, anche se non realizzati effettivamente, andando di conseguenza ad “inflazionare” la profittabilità delle banche e a disincentivare la dismissione dei *non-performing loan*.¹⁸⁴

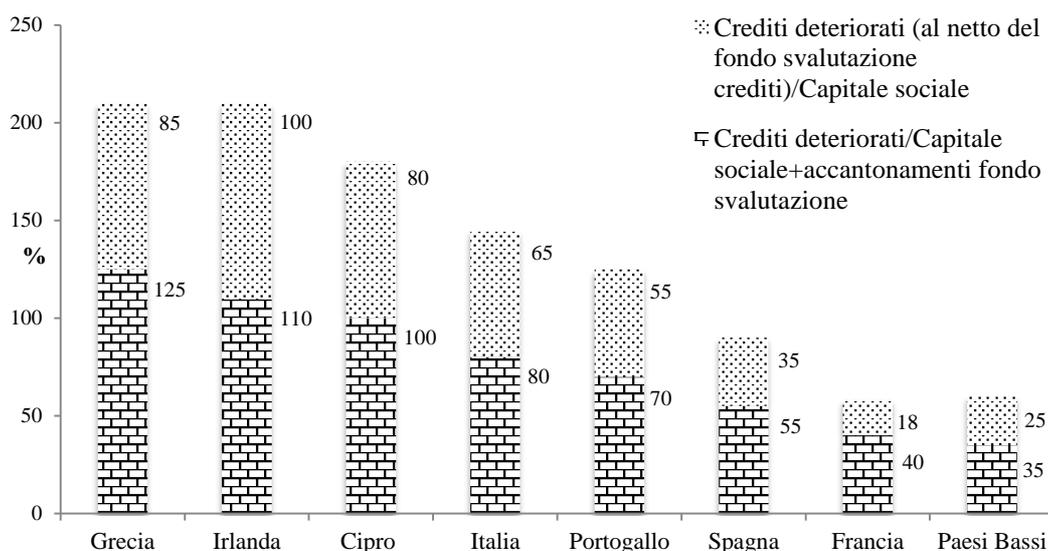
Per giunta la garanzia del credito viene tenuta in conto nella misurazione della perdita da “*impairment*”, tuttavia non esistono regole oggettive per la sua valutazione. Ciò che ne risulta è l'insufficiente ammontare di “cuscinetti” di capitale e le rilevanti difficoltà nel vendere il *collateral* al suo valore nominale, soprattutto nel Sud Europa.

¹⁸³ Cfr. Aiyar S., Bergthaler W., Garrido J.M., Ilyina A., Jobst A., Kang K., Kovtun D., Liu Y., Monaghan D., Moretti M., *A strategy for resolving Europe's problem loans*, IMF - Staff Discussion Note, settembre 2015.

¹⁸⁴ Gli U.S. GAAP impongono alle banche americane due condizioni chiave:

- sospendere gli interessi attivi sui *non-performing loan* una volta che questi siano scaduti da 90 giorni;
- dopo sei mesi svalutare il credito ed iscriverlo al valore recuperabile del suo *collateral*.

Grafico 26



Per quanto concerne gli ostacoli legali, sono state realizzate molte riforme giuridiche sulla ristrutturazione del debito in vari paesi europei; tuttavia le riforme sono disomogenee: alcuni Stati hanno riformato la loro intera disciplina sull'insolvenza (e.g. Cipro, Polonia e Romania), altri invece la hanno aggiornata e semplificata (e.g. Grecia, Italia, Portogallo e Spagna), ovvero hanno introdotto delle novità, come la compensazione estintiva, (e.g. Croazia, Germania e Spagna). Ciononostante, le discipline europee sull'insolvenza difettano ancora di un quadro normativo semplificato e non costoso per le piccole e medie imprese.

In aggiunta, in ambito tributario, gli sfavorevoli trattamenti fiscali disincentivano lo stralcio dei crediti o l'idoneo accantonamento di capitale per i relativi rischi di perdita su crediti. Per esempio la deducibilità fiscale delle svalutazioni dei crediti è permessa in molti paesi europei, ma spesso è soggetta ad un tetto; oppure la deducibilità fiscale delle perdite su crediti non è permessa in oltre la metà degli Stati europei e la deducibilità del ricavato dalle vendite delle garanzie al di sotto del valore di libro risulta essere abbastanza rara.

In tal senso l'Italia ha fatto passi da gigante con il d.l. 83/2015, secondo cui è prevista la deducibilità integrale sia delle perdite su crediti, realizzate mediante cessione a titolo oneroso (come spesso accade nelle transazioni con i *vulture fund*), sia delle svalutazioni dei crediti. Il mercato italiano del debito da questo punto di vista si presta a terreno fertile per gli acquisti a sconto dei crediti bancari da parte dei fondi avvoltoio.

In merito agli ostacoli informativi, il FMI ha rilevato che in Europa si riscontrano facilmente numerose carenze informative od ostacoli alla condivisione di informazioni relative ai processi di ristrutturazione in atto; inoltre mancano spesso istituzioni che forniscano consulenza sul debito per le piccole e medie imprese.

Tale panorama agevola il potere contrattuale del *vulture fund*, che possono far leva sull'asimmetria informativa per realizzare ottimi affari sul debito finanziario delle società target.

Tuttavia il mercato europeo del debito *distressed* presenta ancora poche opportunità d'investimento per i fondi avvoltoio, essendo relativamente piccolo soprattutto se confrontato con la dimensione dei volumi di *non-performing loan* esistenti. Ad esempio, nel 2013 il valore di mercato delle transazioni sul debito *distressed* in Europa era solo 64 mld di euro - negli USA era di 469 mld di dollari - nonostante un volume complessivo di crediti deteriorati europei svariate volte più grande di quello statunitense.

Le motivazioni dello scarso sviluppo sono riconducibili ad incomplete informazioni sui debitori, a garanzie sopravvalutate e poco liquidabili, a bassi valori di recupero del *collateral* ed ad inadeguati accantonamenti per i *non-performing loan*.

In Italia il Parlamento ha di recente approvato un pacchetto di riforme volte ad accelerare il processo di recupero dei crediti deteriorati. Il legislatore ha ritenuto infatti che periodi più corti di escussione della garanzia potrebbero aiutare a ridurre la discrasia tra il prezzo chiesto dalle banche venditrici e quello degli investitori acquirenti, al fine di migliorare la liquidità e lo spessore del mercato dei *non-performing loan*. Il pacchetto di riforme abbraccia tanto le già citate norme tributarie in merito alla integrale deducibilità delle svalutazioni e delle perdite su crediti nell'anno stesso di rilevazione contabile, quanto la previsione di una garanzia pubblica nell'ambito della cartolarizzazione dei *non-performing loan*.

Il d.l. 18/2016 prevede infatti il rilascio della garanzia dello Stato – “garanzia pubblica per la cartolarizzazione delle sofferenze” o GACS – sulle *tranche senior* delle cartolarizzazioni di sofferenze cedute da banche a società veicolo ex L. 130/1999; la garanzia potrà essere rilasciata purché la classe *senior* disponga di un rating non inferiore ad “*investment grade*” e non sarà efficace fino a quando la banca cedente non abbia trasferito al mercato un ammontare di titoli *junior* e degli eventuali titoli *mezzanine* sufficiente a consentire la *derecognition* (cancellazione) dei crediti ceduti dal bilancio della banca.

La misura introdotta con la GACS è un progresso nella direzione dello sviluppo del mercato dei crediti deteriorati.¹⁸⁵

Tale garanzia origina dall'accordo in materia di *bad bank* del 26 gennaio 2016 tra il Governo italiano, in particolare il Ministro dell'Economia e delle Finanze Padoan, e la Commissaria UE Vestager.

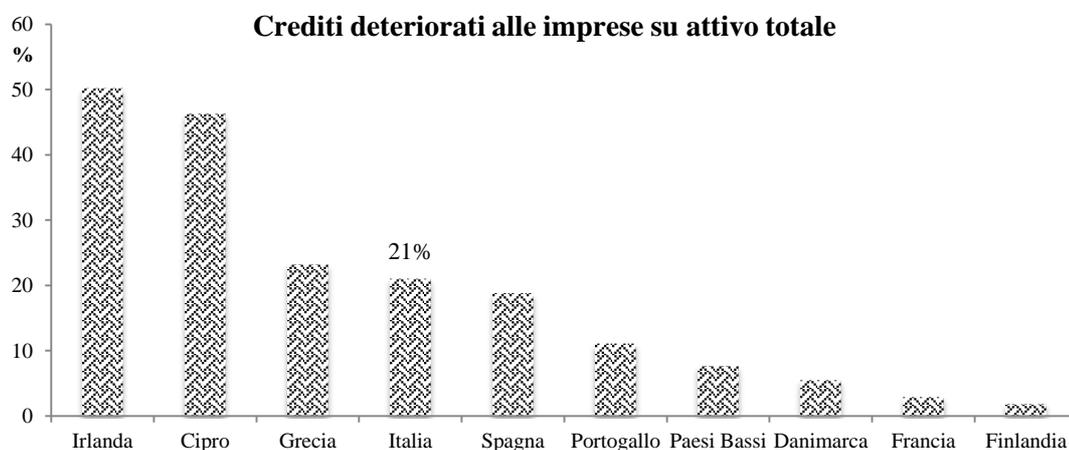
Il progetto prevedeva appunto la possibilità per le banche italiane di trasferire portafogli di crediti a veicoli costituiti *ad hoc* per la cartolarizzazione e la concessione di garanzie dello Stato sulle *tranche senior*.

Inoltre si prevedeva che il prezzo della garanzia fosse il prezzo di mercato, cosicché tali concessioni di garanzie non si configurassero "aiuti di Stato".

Si stima che da tali riforme migliorerà la liquidità e lo spessore del mercato del debito *distressed* italiano e che il volume totale di trasferimenti di *non-performing loan* raggiunga nel 2016 i 25 mld di euro, un notevole passo in avanti se confrontato con i 17,4 mld di euro di cessioni di crediti del 2015.

Tuttavia, se da un lato si notano segnali positivi di sviluppo del mercato italiano dei crediti deteriorati, dall'altro lato è ancora elevato e crescente il peso dei *non-performing loan* sugli stati patrimoniali delle banche italiane.

Grafico 27



Nel corso del 2015 l'ammontare di sofferenze lorde italiane è aumentato fortemente, raggiungendo in particolare il record di 200 mld di euro a settembre 2015. Oltre il 70% di questa cifra è relativa a prestiti a società non finanziarie (143,4 mld di euro).

¹⁸⁵ Cfr. Audizione di Barbagallo C. Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria Banca d'Italia in Camera dei Deputati, VI Commissione permanente, *Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria*, 1 marzo 2016.

A fine 2015 comunque i crediti deteriorati totali hanno superato i 340 mld di euro.

Grafico 28

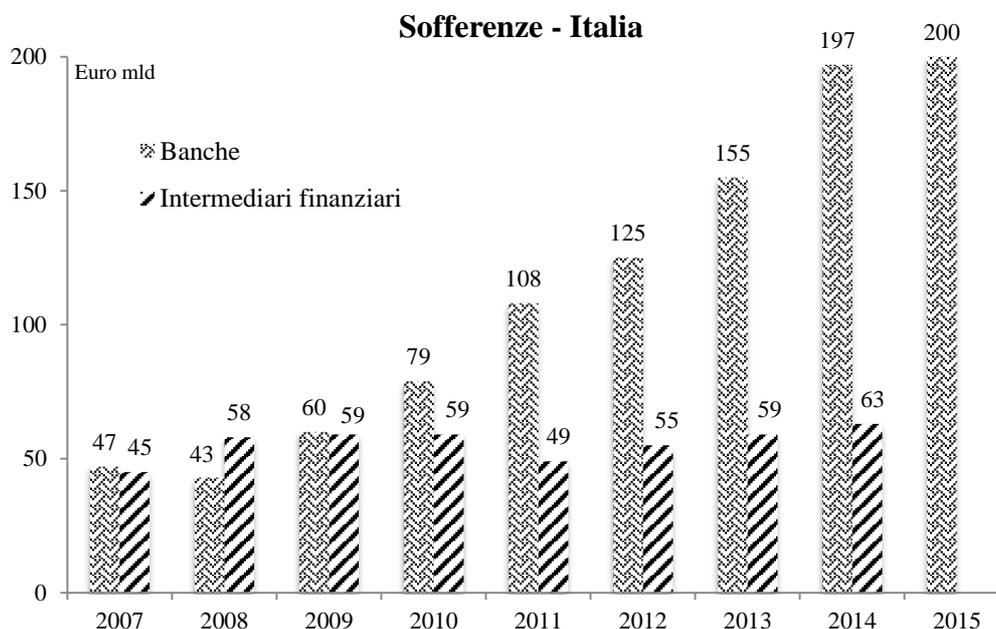
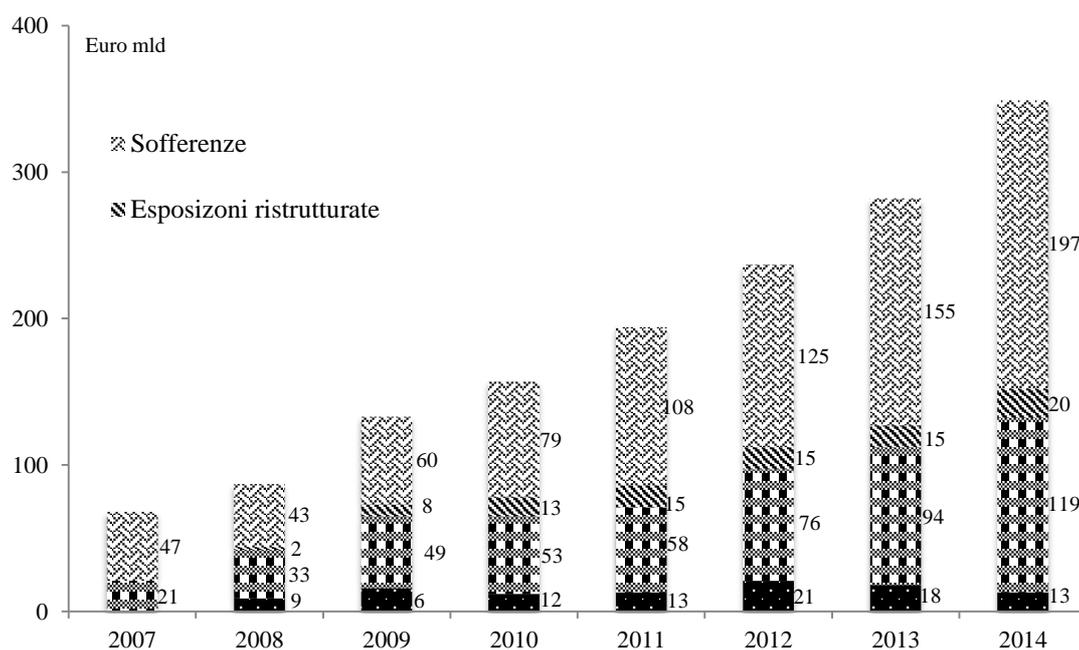


Grafico 29

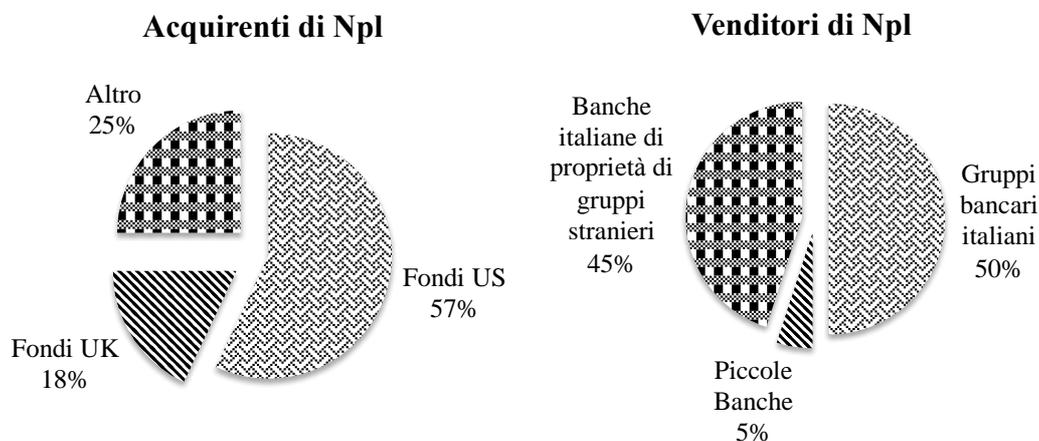


Dal 2016 l'incidenza delle nuove sofferenze sullo stock di prestiti si ridurrà sensibilmente,¹⁸⁶ rimanendo però a livelli ancora superiori a quelli precedenti alla crisi.

¹⁸⁶ Cfr. Cerved, *Outlook ABI_CERVED sulle sofferenze delle imprese*, www.know.cerved.com, n. 2, dicembre 2015.

Infine è doveroso mettere in luce che in Italia il 75% delle acquisizioni dei crediti deteriorati vengono effettuate da operatori anglosassoni, tra cui sono presenti molti *vulture fund*.

Grafico 30



Un tale vantaggioso panorama creditizio non può far altro che stimolare sempre più investimenti da parte dei fondi avvoltoio, che trovano nel continente europeo rilevanti opportunità d'investimento nel debito finanziario di numerose società target e nei cospicui portafogli di *non-performing loan* detenuti dagli istituti bancari europei: un caso emblematico è l'offerta di acquisto non vincolante e confidenziale del 10 febbraio 2016 da parte del *vulture fund* statunitense "Apollo management international" del portafoglio di crediti deteriorati della Banca Carige.

Il 23 marzo 2016 Apollo ha riformulato l'offerta all'istituto bancario genovese, rettificando la precedente, in cui promuoveva un'offerta vincolante di acquisto del portafoglio dei crediti in sofferenza, compensandone gli effetti con un aumento di capitale da 550 mln interamente garantito da fondi affiliati ad Apollo.

Il fondo statunitense ha offerto in dettaglio di rilevare 3,5 mld di euro di sofferenze pagando il 17,6% del valore nominale (695 mln di euro).

Per giunta, il fondo avvoltoio ha proposto un aumento di capitale riservato a fondi riferibili ad Apollo per 500 mln di euro ed offerto in opzione per i restanti 50 agli attuali azionisti: ciò comporterebbe la perdita del controllo per l'azionista di maggioranza Malacalza, poiché il fondo americano arriverebbe a detenere il 54% del capitale sociale.

Le due proposte del fondo Apollo hanno riscontrato l'appoggio della BCE, la quale spinge al disinvestimento dei *non-performing loan*, ed hanno creato un'elevata

tensione sulla *governance* bancaria di Carige, a tal punto da indurre quest'ultima ad un repentino cambio dei vertici manageriali.¹⁸⁷

Analizzando dunque le rispettive posizioni delle controparti in questione – fondo avvoltoio e azionisti della banca – si rileva un evidente conflitto d'interessi; in particolare il fondo ha in mano ben due leve, mentre gli azionisti ne hanno una sola. Da un lato infatti il *vulture fund* può formulare un'offerta di acquisto a forte sconto dei crediti deteriorati, garantendo contestualmente l'aumento di capitale ad un prezzo di sottoscrizione maggiore – ossia comprensivo di un minor sconto d'emissione – dando così la possibilità alla banca non ben capitalizzata di poter sostenere l'impatto contabile delle ingenti perdite su crediti. Viceversa il fondo può sottoscrivere l'aumento di capitale ad un prezzo comprensivo di un significativo sconto d'emissione, proponendo di acquistare il portafoglio di *non-performing loan* a minor sconto – i.e. pagando di più i crediti deteriorati.

Gli azionisti della banca però possono soltanto partecipare alla sottoscrizione dell'aumento di capitale: se l'aumento viene emesso a forte sconto, si ritroveranno post-aumento con un *TERP* – *theoretical ex-right price* – molto basso, il che va a danneggiare la loro quota azionaria; nel caso in cui invece vengano emesse le nuove azioni a maggior prezzo e il fondo avvoltoio acquisti il portafoglio *non-performing* a forte sconto, la banca dovrà rilevare un'enorme perdita che andrà ovviamente ad impattare sul patrimonio dell'istituto stesso, riducendo così il valore delle azioni.

La vicenda di Carige non è certo il primo intervento che il *vulture fund* statunitense ha realizzato in Europa, ma rappresenta solo il più recente di una lunga serie di investimenti: a settembre 2013 Apollo ha acquistato in Spagna *Evo Banco* per 60 mln di euro, in Portogallo invece la compagnia assicurativa *Tranquilidade* dal *Novo Banco*, mentre in Slovenia ha rilevato l'estate scorsa per 250 mln la seconda banca del paese *Nova KBM*.

3.2.3 *Il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento.*

Un ulteriore mercato in cui si può declinare l'attività di investimento *vulture* è il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento (o *high yield*).

¹⁸⁷ Cfr. De Forcade R., *Carige, Malacalza al bivio sull'offerta di Apollo*. Il Sole 24ore, 30 marzo 2016.

Dal 1999 il mercato globale *high yield* ha avuto solo tre principali periodi di ritorni negativi: il 2000 per la bolla di internet, il 2002 per la recessione economica ed il 2008 per la crisi finanziaria.¹⁸⁸

Nel corso degli ultimi 25 anni, negli USA i titoli azionari hanno sovraperformato i titoli *high yield*¹⁸⁹, con un ritorno medio pari a 9,79% di contro a 9,06% degli *high yield*.

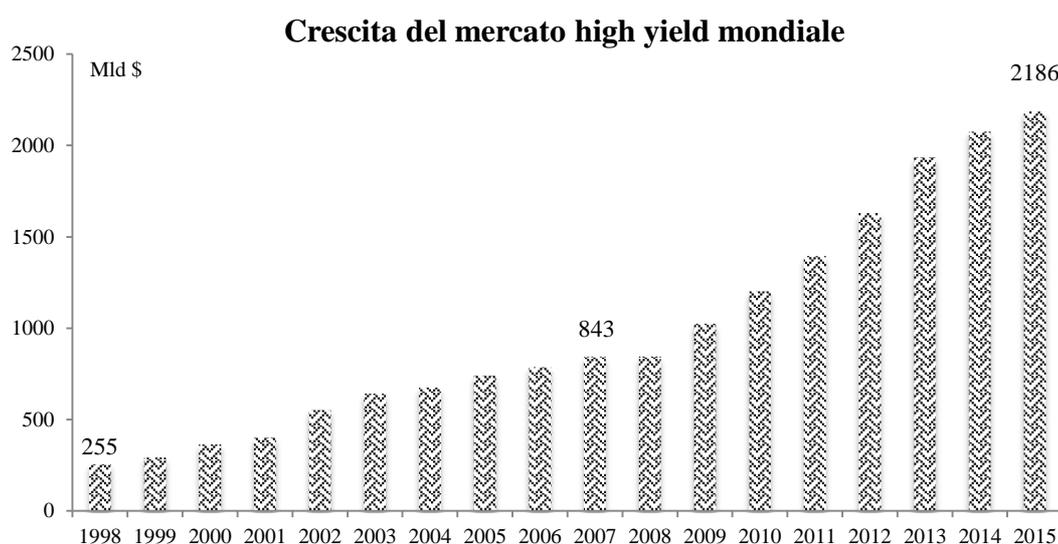
Tuttavia da dieci anni a questa parte i titoli di debito ad elevato rendimento a livello mondiale hanno superato in rendimento le azioni, con ritorni medi annui di 8,35% contro 8,01% delle azioni.

Il settore “*corporate*” dei mercati *high yield* emergenti è cresciuto ad un tasso superiore a tutti gli altri mercati *high yield*, con un incremento pari a 261% negli ultimi cinque anni. Nel 2015 esso ammontava a 387 mld \$.

Il valore nominale complessivo del mercato dei titoli ad alto rendimento globale attualmente eccede i 2,1 tln \$, di cui gli USA rappresentano il 62% del totale.

	Mercato high yield Mondo	Mercato high yield USA	Mercato high yield Europa	Mercati high yield Emergenti
Valore nominale \$	2 186 383	1 365 489	415 247	387 002
Valore di mercato	2 242 716	1 388 236	444 844	327 534
Numero di emitter	1 759	1 088	393	372

Grafico 31



¹⁸⁸ Cfr. Stone Harbor investment partners, *The globalization of the high-yield market*, marzo 2015, www.shiplp.com.

¹⁸⁹ Per titoli ad alto rendimento si intendono strumenti finanziari obbligazionari “*non investment grade*”.

Addirittura, nel 2000 il mercato globale ammontava a 292 mld \$ e gli USA ne rappresentavano il 94%; inoltre circa l'82% degli emittenti di titoli *high yield* aveva sede negli USA.

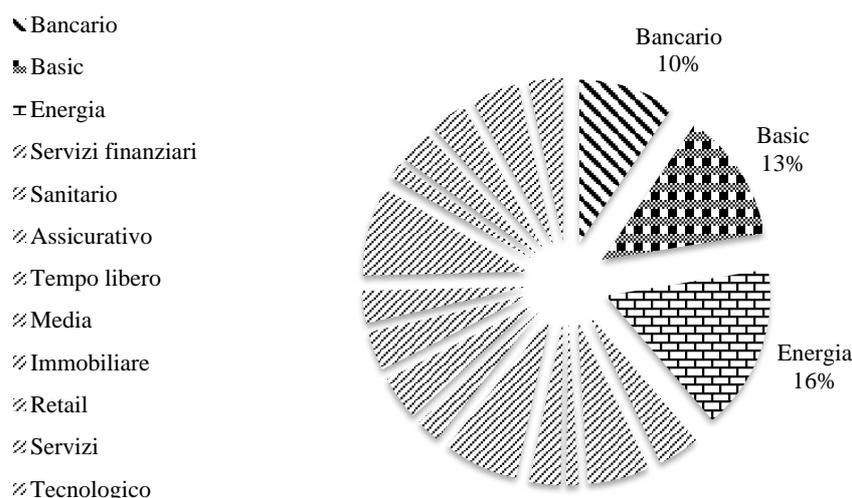
Tutto ciò spiega e conferma il motivo per cui i *vulture fund* proliferano da sempre soprattutto negli Stati Uniti.

Da alcuni anni si denota una significativa crescita nei mercati europei del debito ad alto rendimento e dei mercati emergenti, forse dovuta in parte anche all'attuale sistema bancario europeo in condizione di stress finanziario, che spinge le imprese a finanziarsi tramite il mercato dei capitali; probabilmente un'altra motivazione di tale sviluppo è da ricercare nel peggioramento generale del rating del sistema bancario e dalla riduzione del "rischio paese" dei mercati emergenti.

Il mercato mondiale *high yield* offre rilevanti opportunità di diversificazione agli investitori, così come ai fondi avvoltoio, attraverso investimenti in svariate "industry" ed in diverse aree geografiche. I settori oggetto di investimenti *high yield* più grandi attualmente includono il settore dell'energia, il settore c.d. "basic", ossia che esporta la sua produzione all'estero, ed il settore bancario.

Grafico 32

Settori high yield - Mondo



In Europa il settore più grande *high yield* è quello bancario, mentre negli USA e nei mercati emergenti è quello dell'energia: essi sono infatti i settori più comuni per gli investimenti avvoltoio.

Grafico 33

Settori high yield - USA

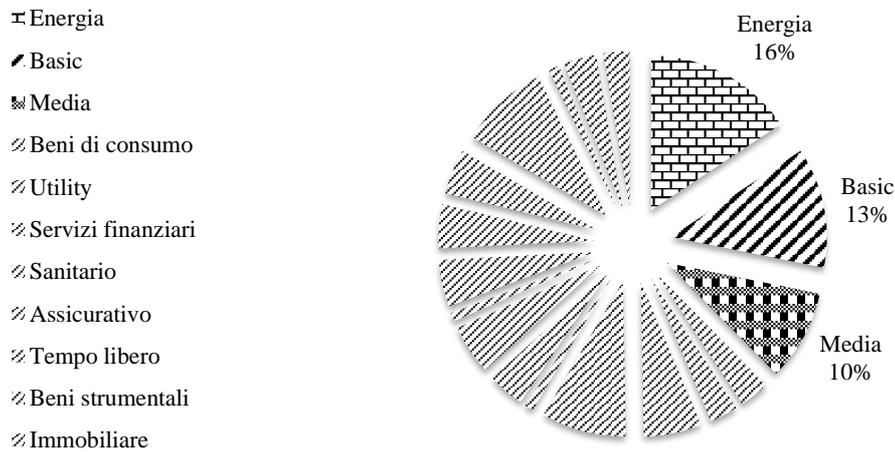
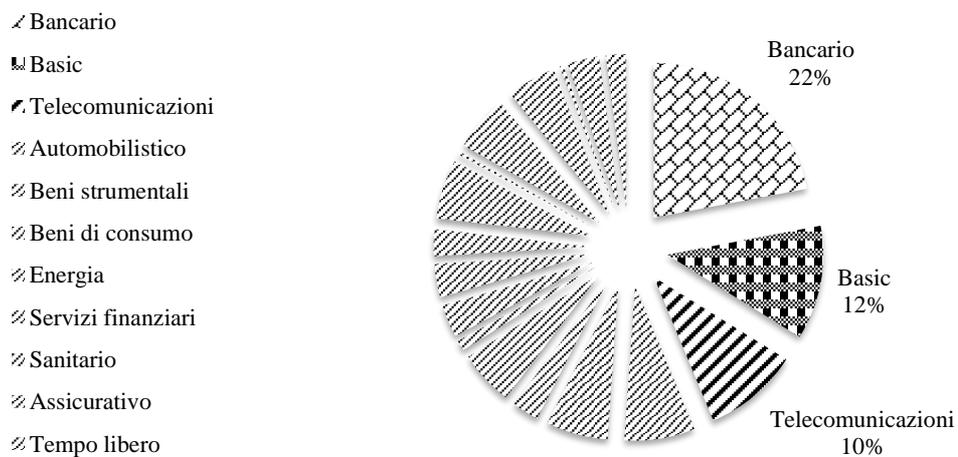


Grafico 34

Settori High Yield - Europa



È opportuno sottolineare a tal punto che negli ultimi quattro anni il mercato mondiale *high yield* ha sovraperformato quello americano, con ritorni annuali pari a 7,8%, rispetto al rendimento annuale statunitense di 7,47% - poiché trascinato dagli elevati ritorni del mercato europeo.

Il mercato *high yield*, comunque, ostenta di norma una volatilità maggiore rispetto al resto dei mercati di “*fixed income*”, ma pur sempre inferiore alla volatilità dei mercati azionari.¹⁹⁰

Comunque, focalizzando l’attenzione sul mercato americano *high yield*, si rileva che quest’ultimo è cresciuto dalla metà degli anni ‘80 – periodo di fioritura del mercato di titoli “*below investment grade*” – da 65 mld \$ ad oltre 1,4 tln \$ nel 2015.¹⁹¹

Il mercato ad alto rendimento statunitense ha dimostrato inoltre di poter fornire consistenti ritorni positivi negli ultimi 25 anni con un ritorno medio annuo di 9,06%, mentre gli strumenti rappresentativi di capitale hanno mostrato un ritorno medio annuo di 9,79% nello stesso lasso temporale.

Grafico 35

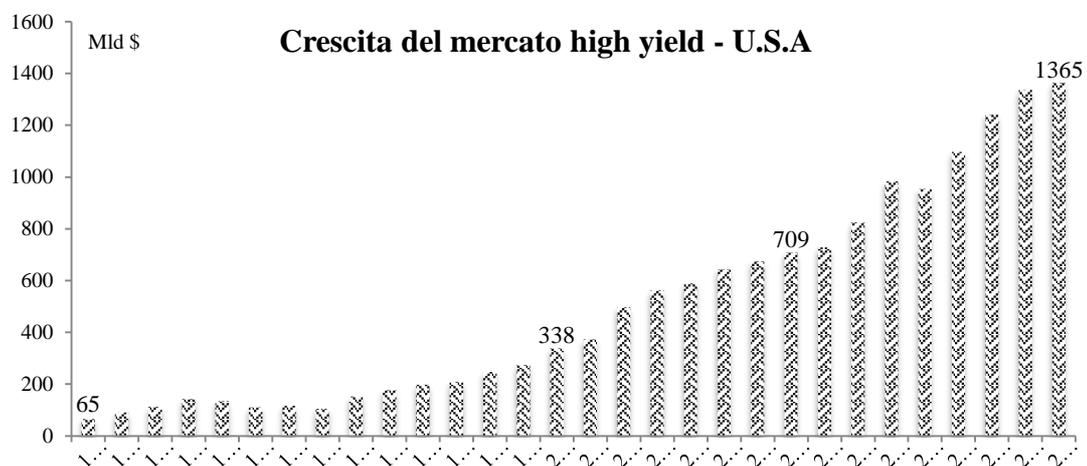
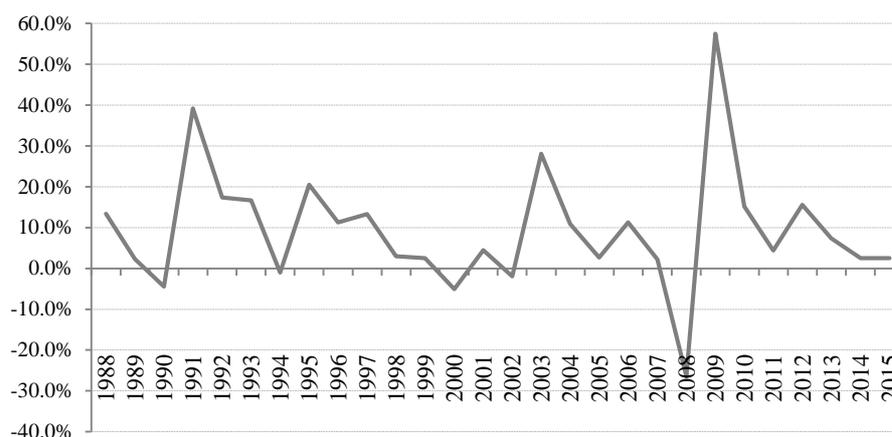


Grafico 36

¹⁹⁰ Cfr. Vazza D., Kraemer N., *Default, Transition, and Recovery: 2014 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, Standard&Poors Rating services, Mc Graw Hill Finance, 30 aprile 2015.

¹⁹¹ Cfr. Guggenheim, *European high-yield and bank loan market overview*, www.guggenheiminvestments.com, dicembre 2015.

Ritorni high yield - U.S.A.



In aggiunta, un dato positivo per i *vulture fund* che operano negli USA è relativo al basso tasso di default delle obbligazioni *high yield*: circa 1,6% il tasso medio negli ultimi due anni.

In Europa il mercato obbligazionario ad alto rendimento è iniziato a fine anni '90 e, in particolare, nel 1998 il mercato ammontava a soli 4,9 mld di euro¹⁹², di cui la metà erano titoli del settore delle telecomunicazioni.

Questo periodo fu seguito dalla fase degli LBO, specularmente a quanto accadeva negli USA; il mercato crebbe da 53 mld di euro del 2003 ad oltre 84 mld di euro nei quattro anni successivi fino alle porte della crisi finanziaria. Dal 2004 al 2015 il mercato è cresciuto riportando un CAGR del 14%, il doppio di quello statunitense.

L'anno scorso a marzo il mercato europeo *high yield* ammontava ad oltre 380 mld di euro di titoli, di cui il 66% con rating BB, il 27 % B ed il 7% CCC.¹⁹³

I maggiori emittenti di tali titoli hanno sede nel Regno Unito, in Italia ed in Francia.

Grafico 37

¹⁹² Cfr. Emerly K., Ou S., *Corporate defaults and recovery rates, 1920-2008*, Moody's Global Credit Policy, febbraio 2009.

¹⁹³ Cfr. Stone Harbor investment partners, *The globalization of the high-yield market*, marzo 2015, www.shiplp.com.

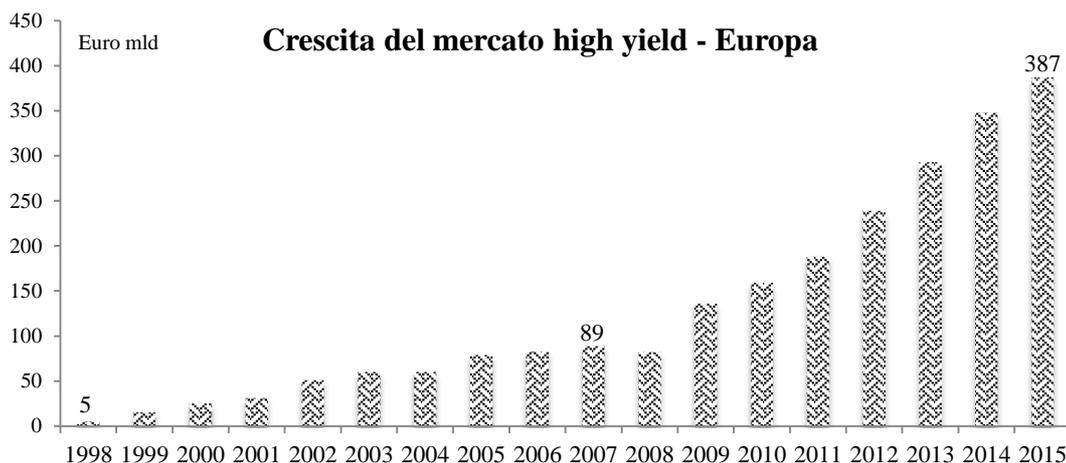
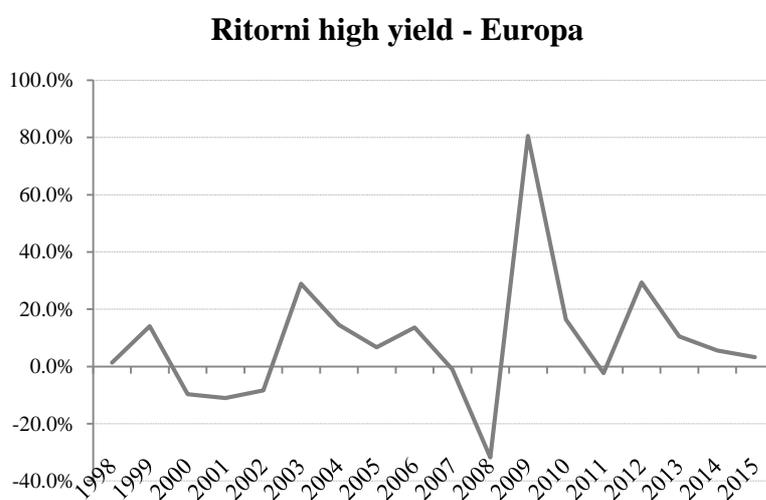


Grafico 38



Negli ultimi 15 anni, il mercato europeo ad alto rendimento ha riportato ritorni medi di 7,11%, mentre i tassi di default sono rimasti dal 2003 post fase LBO generalmente più bassi di quelli statunitensi.

Una realtà che i *vulture fund* devono assolutamente tenere in conto nei futuri investimenti è quella dei mercati emergenti: adottare infatti un approccio globale nella diversificazione di un portafoglio avvoltoio di titoli *high yield* aumenta le opportunità di investimento e permette di avvantaggiarsi dalle differenze tra i vari mercati.

In particolare i mercati emergenti attualmente ammontano a quasi il 20% del mercato mondiale dei titoli ad alto rendimento e sono cresciuti di oltre due volte e mezzo da cinque anni. Mentre, i settori dei mercati emergenti in cui sono maggiormente presenti gli emittenti di titoli rischiosi sono il settore dell'infrastruttura e quelli attinenti allo sviluppo del ceto medio.

Tuttavia un dato penalizzante proviene dai rendimenti: infatti tali mercati presentano un ritorno medio di 6,3% di contro all'8,6% del mercato *high yield* mondiale; per giunta dagli ultimi 5 anni ad oggi il tasso di default dei mercati emergenti si è attestato su una media superiore, anche se di poco, ai mercati europeo e statunitense.

Grafico 39

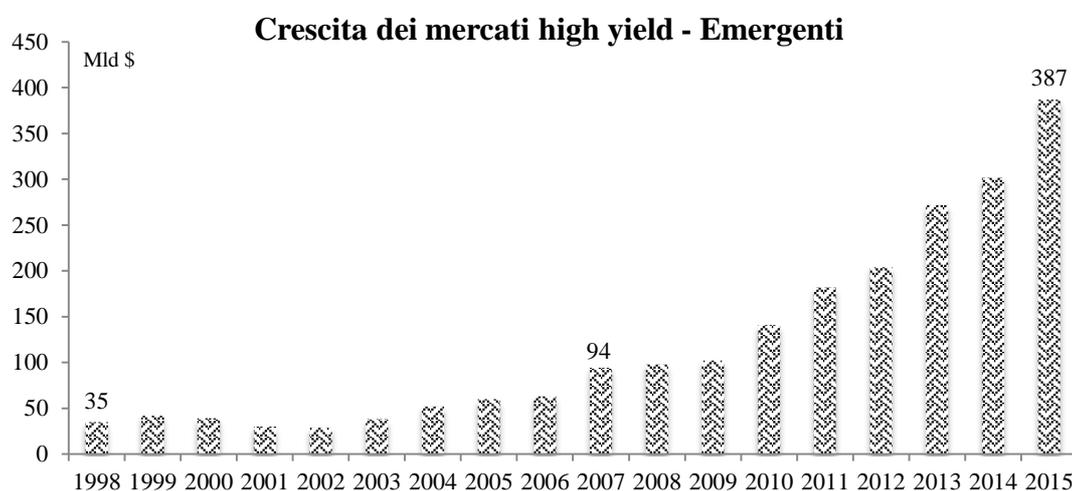
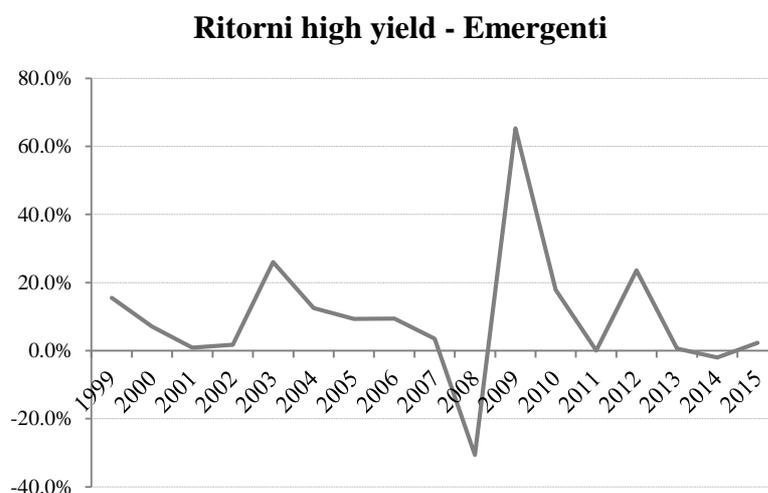


Grafico 40



3.2.4 *Vulture gain: guadagnare dal Growth Investing e dal Value Investing.*

I ritorni conseguiti dai *vulture fund* possono divergere molto da caso a caso, a seconda del grado di coinvolgimento del fondo e dei vari esiti della ristrutturazione delle target in questione. Per quanto concerne le obbligazioni, si è rilevato, a seguito

di alcuni studi in materia¹⁹⁴, che il fondo avvoltoio detiene in media delle obbligazioni con prezzi pari al 40% del loro valore alla pari e che dopo la fuoriuscita della società target dal processo di ristrutturazione, i prezzi delle obbligazioni superano il 50% del medesimo valore alla pari. Al contrario, il prezzo medio obbligazionario delle società *distressed* in periodo di ristrutturazione normalmente si aggira attorno al 38% del suo valore alla pari.

Inoltre, se si confrontano i ritorni nominali delle obbligazioni di società *distressed* in cui sono coinvolti fondi avvoltoio, con i ritorni di obbligazioni di società in crisi dove non sono presenti interventi *vulture*, si nota che i primi sovraperformano i secondi¹⁹⁵. In particolare si riscontra che:

- in caso di *vulture fund* “*active*”, i ritorni si attestano in media al 7,5%, superando i ritorni sul debito *senior* (6,5%);
- in caso di *vulture fund* “*passive*”, i ritorni calano ad una media di 1,5%;
- in caso di *vulture fund* “*active/control*”, i ritorni superano la media di 10,5%;
- in caso di *vulture fund* “*active/non control*”, i ritorni non arrivano al 3% in media.

È opportuno sottolineare al proposito che la performance dei *vulture fund* sulle obbligazioni migliora notevolmente al ridursi del periodo di permanenza della società target in concordato preventivo, ovvero in *Chapter 11* negli USA¹⁹⁶; ciò accade a causa degli elevati costi di transazione dei titoli quando la società è in ristrutturazione giudiziale.

Rivolgendo l’attenzione invece all’investimento in debito finanziario “*private*”, e dunque quello vantato dalle banche, i ritorni avvoltoio registrano record singolari:

- in caso di *vulture fund* “*passive*”, i ritorni si aggirano in media dal 12 al 20%;
- in caso di *vulture fund* “*active/non control*”, i ritorni sono del 15-20% circa;
- in caso di *vulture fund* “*active/control*”, i fondi registrano un *return* superiore al 20-25%.¹⁹⁷

Ovviamente cambia anche la durata del coinvolgimento: da un periodo medio di 2-3 anni per un ruolo “*active*” a 1-2 anni per uno “*passive*”.

¹⁹⁴ Cfr. Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *Valuation of bankrupt firms*, The review of financial studies, vol. 13, n. 1, 2000.

¹⁹⁵ Cfr. Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Op. cit.*

¹⁹⁶ Cfr. Gilson S.C., *Transaction costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms*, The Journal of Finance, vol. 52, marzo 1997

¹⁹⁷ Cfr. Altman I.E., Hotchkiss E., *op. cit.*, p. 6 e ss

Altre fonti rivelano ritorni anche dell'ordine di 30-50%¹⁹⁸ e tale informazione è più che verosimile dato il rischio elevato sostenuto e data la famosa attitudine di questi investitori nell'estrapolare abnormi sconti dall'acquisto del debito bancario e dalla gestione del recupero.

In merito ai ritorni sulle azioni – titoli poco utilizzati dai *vulture fund* per implementare le loro strategie poiché essi prediligono in linea di massima il *loan-to-own* e dunque l'investimento in debito finanziario – si sono registrati abnormi rendimenti azionari nei due giorni successivi all'annuncio dell'investimento avvoltoio nella target; in particolare:

- in caso di *vulture fund* “*active*”, i rendimenti si attestavano sul 7% circa;
- in caso di *vulture fund* “*passive*”, i ritorni scendevano intorno al 2%;
- in caso di *vulture fund* “*active/control*”, i ritorni schizzavano al 9% grossomodo;
- in caso di *vulture fund* “*active/non control*”, i ritorni erano del 2-3%.¹⁹⁹

Una peculiarità della performance dei titoli in cui i *vulture fund* hanno investito è che i ritorni in questione non sono ottenuti a spese degli altri possessori di titoli verso la medesima società target, bensì sono spesso il frutto della creazione di valore dell'azienda, che deriva dalla sospensione dei vincoli finanziari a cui la target è stata soggiogata fino all'intervento dei *vulture fund* sul suo debito finanziario.

3.3 Rendimenti a confronto: gli altri fondi private; i distressed hedge fund.

È opportuno a questo punto tentare una comparazione tra i ritorni conseguiti dai *vulture fund* e gli altri operatori del mercato *distressed* - i.e. i *distressed hedge fund* e i *distressed private equity*. È importante anche realizzare un confronto, allargando l'orizzonte d'esame al campo dei rendimenti alternativi, con i ritorni ottenuti dagli altri fondi di *private equity* operanti in altri *stage* del ciclo di vita di un'impresa: i *buyout*, i *growth* ed i *venture capital*.

Sulla base di dati recenti, si è riscontrato che circa il 30% dell'universo di investitori di *private equity* nel 2014 ha “precedentemente investito, ovvero ha espresso una

¹⁹⁸ Cfr. Danovi A., *Private Equity for distressed companies in Italy*, in Esperienze d'impresa, n. 1, 2010.

¹⁹⁹ Cfr. Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Op. cit.*

preferenza di investire in veicoli di *distressed private equity*".²⁰⁰ Questi ultimi includono i fondi di debito *distressed*, i fondi di "*special situation*" e i fondi di *turnaround*.

In particolare²⁰¹ l'IRR mediano dei fondi di debito *distressed* negli ultimi dieci anni si è attestato su una media di 13-15%, l'IRR mediano dei fondi di *special situation* sul 10% e l'IRR mediano dei fondi di *turnaround* sull'8-9%.

Per quanto concerne invece gli altri fondi di *private equity* non operanti nel mercato *distressed*, è opportuno ricordare che i fondi *buyout* e *growth* sono quelli che più attirano capitali dalla platea di investitori; tuttavia non registrano necessariamente i più alti tassi di ritorno atteso rispetto ad altri operatori di investimento: per esempio i fondi *buyout* a livello mondiale nel 2014 hanno riportato ritorni di 14,4% in media.²⁰² Inoltre, nello stesso periodo di valutazione adottato per i *distressed private equity* (gli ultimi 10 anni), i fondi *buyout* a livello globale hanno registrato un IRR mediano elevato tra il 10% e il 17% circa, mentre i fondi *growth* dal 9 al 10%; i *venture capital* invece hanno riportato un IRR mediano di 6-8%.

L'incremento di liquidità del mercato *distressed* ha reso possibile anche l'investimento "*hedged*".²⁰³ I cosiddetti *hedge fund* sono investitori che cercano di minimizzare il loro rischio complessivo investendo in vari titoli che hanno una correlazione di prezzo negativa rispetto ad un medesimo elemento di rischio sistemico. Dunque, se accade un certo evento, come il default, un investimento frutta rendimenti positivi, mentre un altro registra decrementi nei ritorni.

Le più comuni tecniche di "*hedging*" includono l'arbitraggio sulla struttura del capitale²⁰⁴ di una società o l'utilizzo di CDS. Gli *hedge fund* operano inoltre con una leva finanziaria contenuta per non rischiare troppo, al fine di ottenere ritorni più certi. L'investimento "*hedged*" dunque può limitare il rischio o la volatilità, ridurre l'ammontare di capitale netto investito e aumentare i tassi di rendimento ponderati per il rischio.

²⁰⁰ Cfr. Preqin Ltd, *2015 Preqin global private debt report*, 2016.

²⁰¹ Cfr. Preqin Ltd, *Preqin special report: private debt*, novembre 2014.

²⁰² Cfr. Preqin Ltd, *2016 preqin global PE & venture capital report*, 2016.

²⁰³ Moyer S.G., op. cit., p. 242 e ss.

²⁰⁴ Un esempio di arbitraggio sulla struttura del capitale è acquistare obbligazioni convertibili e poi vendere allo scoperto un idoneo ammontare di azioni. La posizione corta sulle azioni è tesa a neutralizzare l'impatto del prezzo sulle convertibili dalle varie azioni del prezzo delle azioni sottostanti; in altre parole, se il prezzo azionario crolla nel tempo, l'*hedge fund* guadagnerà dalla posizione corta, compensando il decremento di prezzo delle obbligazioni convertibili.

La partecipazione degli *hedge fund* nel processo di ristrutturazione assume in generale molteplici forme²⁰⁵, tra cui l'investimento in titoli di debito o in quote azionarie, ovvero il perseguimento di una strategia del *loan-to-own*; quest'ultimo è un caso raro per un ordinario *hedge fund*, che bensì viene perseguito maggiormente dai fondi che potrebbero aver investito inizialmente nelle modalità di un *hedge fund*, ma che poi hanno riscontrato di poter estrarre maggior ritorni agendo da avvoltoi, allo scopo di fuoriuscire dal processo di ristrutturazione in veste di azionisti di maggioranza.

Gli stessi fondi avvoltoio possono agire da *hedge fund* in determinate circostanze²⁰⁶, tuttavia essi si differenziano dai secondi per l'elevato *commitment* nel processo di ristrutturazione, anche dal punto di vista legale, e per lo scopo dell'investimento, che talvolta può assumere una veste più simile ad un *private equity* nell'intento di ottenere il controllo della società target. I fondi avvoltoio si differenziano per la modalità con cui ottengono il controllo societario, essi fanno leva sul credito deteriorato acquistato dal portafoglio di un istituto bancario e sfruttano posizioni di blocco nella categoria dei creditori di appartenenza per poter influenzare la gestione aziendale.

La quota del portafoglio complessivo degli *hedge fund* investita in titoli *distressed* è appena il 7% (170 mld \$) secondo i dati 2014 di BarclaysHedge; mentre i ritorni attesi fruttano tra il 10 ed il 20%; in particolare negli ultimi 5 anni il ritorno degli *hedge fund* attivisti ammonta all'8,46%²⁰⁷

Ciò che emerge dai suddetti dati è che i ritorni attesi dai *vulture fund* possono abbondantemente superare quelli conseguibili da altri investitori istituzionali.

In definitiva, è indubbio che risulti complesso realizzare un macro confronto tra i suddetti investitori istituzionali, che sia al contempo esaustivo e quanto più vicino alla realtà possibile; tuttavia il tentativo, seppur poliedrico, risulta necessario soprattutto se considerato nella prospettiva di un comune investitore intento a scegliere l'allocazione ottimale del proprio capitale disponibile. Pertanto il confronto risulta utile a far meglio trasparire le potenzialità dell'investimento *vulture*, i cui

²⁰⁵ Cfr. Jiang W., Li K., Wang W., *Hedge Fund and Chapter 11*, The journal of finance, vol. 67, n. 2, aprile 2012.

²⁰⁶ Ecco degli esempi di “*distressed hedge fund*” attualmente operativi: BlackEagle Partners, Blue River Asset Management, Canyon Capital Advisors LLC, Chicago Fundamental, EOS Partners, Pacificor LLC.

²⁰⁷ Cfr. Preqin Ltd, *2016 preqin global PE & venture capital report*, 2016.

straordinari ritorni hanno contribuito alla costruzione della loro distinta reputazione nella generale platea degli investitori istituzionali.

3.4 *La funzione sistemica.*

La funzione che i *vulture investor* ottemperano nel ciclo di vita aziendale può essere paragonato al compito infausto affidato in natura agli avvoltoi.

Come suggerito da questa metafora infatti, il fondo avvoltoio ha da sempre rivestito un ruolo insostituibile, quantunque spesso da pochi apprezzato, di pulizia (“*clean-up*”), ovvero di rivitalizzazione del business di aziende in crisi.

Sempre più imprese al giorno d’oggi stanno attraversando procedure di riorganizzazione aziendale e di ristrutturazione finanziaria, ovvero vi si sono già imbattute in passato: tali ristrutturazioni sono in parte il risultato di una crisi globale del credito iniziata negli Stati Uniti e propagatasi a cascata in ogni dove.

Molto spesso in effetti assistiamo a fasi del ciclo di credito – che alterna fasi di accesso agevole al credito a fasi di contrazione dello stesso – in cui i titoli di svariati settori risultano prezzati inefficientemente, quotandosi ben al di sotto del loro valore intrinseco (*fair value*).

Purtroppo attualmente gli stessi Stati - come gli USA - essendo molto indebitati, contribuiscono anch’essi ad infittire il numero dei debitori insolventi; alcuni sono stati persino oggetto di investimenti da parte di grandi fondi avvoltoio, ad esempio lo Stato dell’Argentina e quello della Grecia.

I *vulture fund*, nel loro operare tenace e austero, si rendono forieri di una funzione sistemica di ottimale allocazione del capitale agli impieghi più produttivi.

La motivazione è collegata alle seguenti circostanze.

Innanzitutto gli imprenditori creano le società per realizzare profitti, tuttavia quando il capitale è allocato male, ovvero è mal gestito, le inefficienze di conseguenza prodotte conducono alla “distruzione” dell’attività. I *vulture fund* massimizzano l’efficienza del capitale investito²⁰⁸ perseguendo il principio schumpeteriano di “distruzione creatrice”. In particolare i fondi avvoltoio rilevano i debiti finanziari *distressed* a sconto per ottenere il controllo di società in crisi che esprimono ancora

²⁰⁸ Schultze G., Lewis J., *op. cit.*, pp. 131 e ss.

potenzialità nascoste di creazione di valore sotto la “deserta coltrice” del pesante indebitamento.

I *vulture fund* salvano posti di lavoro e promuovono un efficiente ridimensionamento del business delle società in crisi, permettendo la continuazione dell’attività su basi più sane e salde, dove il capitale efficientemente predisposto può ampliare il guadagno per tutti gli stakeholder, non solo per i creditori.

In secondo luogo i *vulture fund* scelgono le società *distressed* meritevoli di essere oggetto di loro interventi tramite un accurato processo di selezione, che implicitamente mira a premiare i business che creano valore o ad abbandonare al loro destino di chiusura quelle imprese che irrimediabilmente non potranno mai fuoriuscire con successo dalla crisi finanziaria. Essi svolgono in tal modo un ruolo di “macro-pulizia” nel settore delle società *distressed*.

I fondi avvoltoio ottemperano dunque – nonostante l’appellativo dispregiativo di “avvoltoi”²⁰⁹ - ad una funzione di matrice darwiniana, che si esplicita nell’aiutare il sistema economico a “liberarsi” di società insolventi incapaci di generare mai più valore, nel “digerire” crediti inesigibili dagli attivi bancari e nel far “sopravvivere” quelle imprese in squilibrio finanziario che necessitano di un idoneo investimento per rifiorire.

²⁰⁹ Gilson osserva l’irrazionale ostilità verso i *vulture fund*, che non è supportata da una reale evidenza empirica e che sottovaluta l’impatto positivo di tali operatori nelle situazioni di crisi finanziaria ed industriale.

CONCLUSIONI

I fondi avvoltoio sono fondi chiusi che rivestono un ruolo peculiare tra gli investitori istituzionali; essi indirizzano la loro attività d'investimento su due direzioni: le ristrutturazioni finanziarie di società in crisi e la gestione dei crediti deteriorati acquistati a sconto. Il fine ultimo che perseguono è investire a basso prezzo in società che versano in crisi finanziaria al fine di raccogliere notevoli guadagni al riemergere dell'impresa dal suo stato d'insolvenza.

In dettaglio, i *vulture fund* sono fondi di *private equity*, che in talune situazioni possono agire anche come *distressed hedge fund*: come i *private equity*, possono detenere partecipazioni in società in crisi e, come gli *hedge fund*, possono assumere posizioni corte sui titoli della società target.

La funzione che i *vulture investor* ottemperano nel ciclo di vita aziendale può essere paragonato al compito infausto affidato in natura agli avvoltoi: infatti, il fondo avvoltoio ha da sempre rivestito un ruolo insostituibile, quantunque spesso da pochi apprezzato, di “pulizia” degli attivi bancari ovvero di rivitalizzazione del business di aziende in crisi.

Tali fondi ottemperano dunque – nonostante l'appellativo dispregiativo di “avvoltoi” - ad una funzione di matrice darwiniana, che si esplicita nell'aiutare il sistema economico a “liberarsi” di società insolventi incapaci di generare mai più valore, nel “digerire” crediti inesigibili dagli attivi bancari e nel far “sopravvivere” quelle imprese in squilibrio finanziario che necessitano di un idoneo investimento per rifiorire.

Il mercato in cui operano è il mercato del “*Distressed debt and Restructuring*”, che è un piccolo ma crescente settore di *private equity*, in cui le normative nazionali sul fallimento e sulla ristrutturazione d'impresa giocano un ruolo fondamentale ai fini del successo dell'investimento.

Le strategie avvoltoio perseguibili identificano nella platea dei *distressed investor* il singolo fondo avvoltoio: in particolare, la strategia *passive* coinvolge l'acquisto di titoli negoziati a livelli molto più bassi rispetto al valore nominale e la successiva rivendita in breve tempo a prezzi maggiori; la strategia *active/non-control* concerne l'accumulare posizioni rilevanti nella società target per ottenere una posizione

d'influenza nella ristrutturazione senza mirare al controllo societario; mentre la strategia *control* protende al raggiungimento di una posizione dominante nella *governance* della società target in ristrutturazione, tramite un investimento nel titolo cosiddetto “fulcro” e la successiva creazione di una “*blocking position*” nella categoria di creditori d'appartenenza. I *vulture fund* sono definibili “*aggressive*” allorquando acquistano la maggioranza o un'intera classe di credito al fine di bloccare aggressivamente qualsiasi piano di risanamento indesiderato proposto dal management aziendale. Infine sono classificabili come fondi *turnaround*, qualora puntino preponderatamente a rilevare l'intera società insolvente, acquistando almeno la maggioranza del capitale dell'azienda per poi risanarla.

I fondi avvoltoio sono soliti utilizzare la c.d. “leva avvoltoio” investendo nel titolo “fulcro” – lo strumento finanziario di debito (prestiti bancari od obbligazioni) che sarà convertito in azioni della società *distressed* durante il processo di ristrutturazione - allo scopo di massimizzare il ritorno dell'investimento e ottenere al contempo il controllo delle società target (approccio c.d. “*loan-to-own*”). Le azioni ricevute offriranno all'investitore avvoltoio il diritto di voto e forniranno un incisivo potere d'influenza sul piano di ristrutturazione aziendale. Generalmente lo strumento finanziario di debito fulcro a cui mirare è il più *senior*, poiché i detentori di tali strumenti saranno rimborsati per primi, ovvero, in caso di compensazione estintiva, riceveranno la maggior fetta dell'emissione delle nuove azioni.

Le complessità legali e strutturali del mercato degli strumenti finanziari *distressed* creano grandi inefficienze rispetto ad altri campi di investimento, le quali aprono le porte alla possibilità di conseguire rilevanti ritorni, anche tramite posizioni corte sui titoli azionari.

Al di là dell'investimento in titoli “fulcro”, i fondi avvoltoio hanno anche altri metodi per guadagnare: possono offrire “*super senior loan*” a supporto del piano di ristrutturazione, agire da fondo *private* investendo in azioni, comprare obbligazioni convertibili, cartolarizzare o implementare il modello di “*deleveraging*”.

La chiave del successo per il fondo comunque è individuare, attraverso un ampio periodo di ricerca e analisi pro-attiva, non solo la società target, ma anche le opportune leve gestionali da andare a manipolare per liberare valore economico, arrecando di conseguenza beneficio alla classe di titoli cui il fondo stesso appartiene. Fondamentale è invece l'insieme delle competenze economico-finanziarie ed anche tributarie e fallimentari che il *vulture investor* deve possedere per la gestione

dell'investimento *distressed*. Pertanto il fondo avvoltoio può assumere un elevato potere d'influenza tra gli *stakeholder* dell'azienda debitrice, anche creando "posizioni di blocco" da solo o di concerto con un comitato di creditori che sono più affini per il tipo di interesse sostenuto.

L'austerità dei *vulture fund* si declina non solo nel potere d'influenza sul piano di ristrutturazione, ma anche nel potere contrattuale nelle transazioni con gli istituti bancari, i quali sono costretti a svendere i loro *claim* (che siano crediti deteriorati o azioni ricevute a rimborso del finanziamento) ad elevato sconto, per ragioni di ottemperamento agli obiettivi di portafoglio; le banche creditrici infatti non desiderano ricevere azioni a rimborso del titolo vantato, bensì preferiranno cedere la loro posizione creditizia nella società, anche se a forte sconto, al fine di risultare conformi con il profilo rischio-rendimento prestabilito per il loro portafoglio e allo scopo di evitare di accantonare più capitale a copertura del crescente rischio di credito del *loan*. In aggiunta sia la normativa nostrana che quella anglosassone stabiliscono limiti stringenti volti ad ostacolare la detenzione da parte delle banche di elevate quote azionarie in società non finanziarie.

Tuttavia il potere dei fondi avvoltoio non è confinato solo alle negoziazioni con i creditori nelle procedure concorsuali/accordi di ristrutturazione, ovvero all'influenza nella redazione del piano; infatti, nel post-ristrutturazione il fondo avvoltoio potrebbe approfittare del momento favorevole per investire in azioni con diritto di voto per giungere agevolmente alla maggioranza del capitale sociale (*growth investing*).

Il *financial distress* rappresenta comunque, nell'ottica di un fondo avvoltoio, un'opportunità per ricomporre in maniera ottimale la struttura del capitale di un'impresa. Il fondo infatti non teme di investire in società "*overleveraged*", bensì guarda alla capacità dell'azienda di sostenere con la sola forza del reddito operativo il servizio del debito nel breve e lungo termine.

Le società candidabili per un intervento avvoltoio risultano essere le imprese in crisi finanziaria o influenzate dal dissesto finanziario del gruppo di appartenenza, le società con problemi transitori (*turnaround*), le società che operano in settori temporaneamente trascurati dai mercati finanziari, le società "orfane", poiché ritenute non strategiche ai fini della *mission* del gruppo di appartenenza e le società controllate dai fondi *private* prossimi alla cessione.

Comunque il *vulture fund* è solito individuare la società obiettivo andando a verificare se quest'ultima presenta uno o più dei seguenti accadimenti gestionali:

ricambio di revisori contabili, peggioramento continuo del flusso di cassa operativo, vendita dei “*crown jewels*”, costante presenza di oneri di ristrutturazione, dimissioni inspiegabili dei top manager, *downgrade*” del *rating* dei titoli aziendali, etc.

Dopo aver individuato la società target, i partner del fondo dedicano la loro attenzione all’analisi del piano di ristrutturazione; è necessario che il fondo esamini al meglio il piano redatto dagli amministratori della target ed i suoi effetti, così da poter inquadrare quale tipo di intervento dover adottare (se “*growth*” o “*value investing*”) al fine di massimizzare il ritorno sull’investimento.

Lo scopo è quello di ottenere un rimborso sul valore nominale del *claim* quanto maggiore possibile, sfruttando anche eventuali posizioni di blocco con la classe di creditori d’appartenenza e facendo leva sull’attitudine aggressiva del fondo medesimo nella gestione dei crediti *non-performing*.

In generale, le stime compiute dal management nelle previsioni del piano sono soggette ad imprecisioni e dunque a mancanza di veridicità per vari motivi, tra cui i divergenti interessi tra le classi di creditori esistenti - ad es. creditori *senior* vs *junior*: i *junior* “*claimholder*” spingono affinché il management delinea una stima ottimistica sul valore futuro dell’azienda al fine di ricevere in futuro un rimborso anche loro, una volta soddisfatti i crediti *senior*.

Il *vulture fund* dunque realizza una propria stima delle prospettive future di una società target in ristrutturazione, che può divergere dal piano di *turnaround* del management.

La stima è basata sulla valutazione dell’*enterprise value* della target, utilizzando le tecniche di “*discounted cash flow*” più idonee; tra cui si annoverano il metodo “*adjusted present value*” (APV), il metodo “*capital cash flow*” (CCF) e il tradizionale metodo “*weighted average cost of capital*” (WACC).

La gestione dei crediti, acquisiti a forte sconto, è difatti il cuore dell’attività avvoltoio. Il fondo, una volta raggiunta una posizione di rilievo in una data categoria di crediti, adotterà una serie di severi comportamenti volti ad ottenere concessioni da parte degli azionisti a beneficio del fondo stesso: concessioni che possono configurarsi in termini di attribuzioni di maggiori garanzie di rimborso del credito, ovvero di rispetto e di ubbidienza a determinati *covenant* e a certi atti gestori imposti coattivamente dal fondo avvoltoio. In altre parole, la gestione austera dei crediti acquisiti, coniugata con una condotta *aggressive*, trae vigore dalla capacità del fondo di limitare la discrezionalità gestoria della società.

Tra le molteplici strategie perseguibili dai fondi *distressed*, molti partner avvoltoio di solito attuano una combinazione di approcci all'interno dello stesso fondo. Tuttavia i fondi impegnati principalmente in investimenti in azioni (fondi di *turnaround/restructuring*) o in titoli di debito *distressed* con l'obiettivo del controllo societario, sono di fatto i fondi che registrano i più alti ritorni; inoltre i fondi che investono in debito *distressed* raccolgono attualmente la quota di capitale più elevata tra tutti i fondi di "private debt".

Pertanto si rileva nel panorama mondiale delle aziende in crisi un complessivo incremento nel volume di ristrutturazioni finanziarie aziendali e dunque crescerà nell'immediato futuro il numero di realtà imprenditoriali *eligible* per investimenti avvoltoio.

Nel 2016 su scala mondiale le migliori opportunità per gli investitori *distressed* derivano dai settori dell' *oil & gas*, dei trasporti, dei servizi finanziari, delle infrastrutture e dell'energia.

In Europa molte opportunità d'investimento *distressed* originano dal sud del continente e in particolare dall'Italia; per giunta l'ammontare di sofferenze lorde italiane è aumentato fortemente di recente, superando in particolare il record di 200 mld di euro, di cui oltre il 70% di questa cifra è relativa a prestiti a società non finanziarie. Alla fine dello scorso anno comunque i crediti deteriorati totali hanno superato i 340 mld di euro.

Come evidente l'Italia si presta a terreno fecondo per interventi *vulture* sia dal punto di vista del volume di opportunità d'investimento sia dal punto di vista dell'ambiente normativo: il Parlamento infatti ha di recente approvato un pacchetto di riforme volte ad accelerare il processo di recupero dei crediti deteriorati. Da un lato, il d.l. 18/2016 prevede il rilascio della garanzia dello Stato – "garanzia pubblica per la cartolarizzazione delle sofferenze" o GACS – sulle *tranche senior* delle cartolarizzazioni di sofferenze cedute da banche a società veicolo. Dall'altro lato, la nuova disciplina del d.l. 83/2015 offre ai comitati di creditori, ovvero ai singoli creditori, con oltre il 10% dei crediti totali aziendali la possibilità di presentare proposte concorrenti al piano concordatario presentato dal debitore, se quest'ultimo non propone ai creditori chirografari almeno il pagamento del 30% del loro credito. Il d.l. dello scorso anno ha poi di fatto introdotto delle novità nell'accordo di ristrutturazione dei debiti con il nuovo art. 182-*septies* l. fall. che porta anche in Italia il c.d. "cram-down" già presente negli Stati Uniti: il debitore pertanto può imporre

l'accordo di ristrutturazione anche alle banche minoritarie non aderenti, se sussistono tre condizioni: 1) approvazione dell'accordo da parte delle banche che vantano almeno il 75% del valore dei crediti, 2) le banche non aderenti siano soddisfatte almeno quanto sarebbero rimborsate con un concordato preventivo o col fallimento, 3) l'impresa in crisi abbia contratto debiti verso intermediari finanziari pari almeno alla metà dell'indebitamento complessivo. La normativa continua inoltre ad avvantaggiare un potenziale investimento avvoltoio anche in una sua ennesima declinazione: in caso di concordato preventivo, qualora il piano concordatario dovesse prevedere la vendita di rami d'azienda o altri asset, si apre una procedura competitiva di offerte concorrenti per cercare terzi soggetti interessati all'acquisto; questi ultimi potrebbero essere proprio i fondi avvoltoio, che si offriranno di rilevare gli asset sanabili per cui serbano un piano di rilancio.

Non è di minor importanza, in beneficio di un eventuale investimento *vulture*, l'art. 16 del d.l. 83/2015, secondo cui le svalutazioni e le perdite su crediti delle banche sono integralmente deducibili ai fine Ires e Irap nell'anno stesso di rilevazione contabile; così gli istituti bancari sono motivati a dismettere quanto prima i crediti deteriorati. La tendenza a dismettere i *non-performing loan* dall'attivo patrimoniale bancario è difatti promossa dalla Banca Centrale Europea a livello continentale, che mira ad alleggerire il sistema bancario europeo dall'enorme quantità di sofferenze.

Un esempio calzante in tal senso è il caso di Carige, l'istituto bancario genovese, che ha ricevuto nel 2016 l'offerta di acquisto - ben vista dalla BCE - dei suoi *non-performing loan* ad un valore pari al 17,6% del loro valore nominale, da parte del famoso *vulture fund* americano "Apollo management international", con contestuale proposta di sottoscrizione di un aumento di capitale riservato a fondi affiliati ad Apollo, il quale otterrebbe in tal modo il controllo di fatto e di diritto della banca italiana.

Il caso di Carige mette in luce un evidente conflitto d'interessi tra il fondo e gli azionisti della banca: da un lato infatti il *vulture fund* può formulare un'offerta di acquisto a forte sconto dei crediti deteriorati, garantendo contestualmente l'aumento di capitale ad un prezzo di sottoscrizione maggiore - ossia comprensivo di un minor sconto d'emissione - dando così la possibilità alla banca non ben capitalizzata di poter sostenere l'impatto contabile delle ingenti perdite su crediti. Viceversa il fondo può sottoscrivere l'aumento di capitale ad un prezzo comprensivo di un significativo sconto d'emissione, proponendo di pagare di più i crediti deteriorati.

Al contrario, gli azionisti della banca possono solo partecipare alla sottoscrizione dell'aumento di capitale. Se l'aumento viene emesso a forte sconto, gli azionisti registreranno un *TERP* – *theoretical ex-right price* – molto basso, il che va a danneggiare la loro quota azionaria; nel caso in cui invece vengano emesse le nuove azioni a maggior prezzo e il fondo avvoltoio acquisti il portafoglio *non-performing* a forte sconto, la banca dovrà rilevare un'enorme perdita che andrà a ridurre il patrimonio dell'istituto e di conseguenza il valore azionario.

Un'operazione sulla falsariga di quella proposta da Apollo per Carige è quella del fondo americano "Fortress", che ha proposto ad aprile del 2016 un piano alla Banca Popolare di Vicenza, con il quale si impegna a sottoscrivere l'aumento di capitale per una quota fino a 500 milioni di euro in cambio dell'acquisto di crediti deteriorati dell'istituto veneto.

In definitiva, risulta così devastante l'incombente ingerenza dei fondi avvoltoio d'oltremare e così aggravata la situazione dei crediti bancari italiani, che a maggio 2016 i maggiori operatori finanziari - tra cui le grandi banche italiane e Cassa Depositi e Prestiti – hanno dato vita al fondo "Atlante", predisposto allo scopo di rilevare i crediti in sofferenza degli istituti di credito e soprattutto di garantire gli aumenti di capitale di banche in difficoltà. Il fondo Atlante, promosso dal governo con risorse finanziarie private, è stato da subito coinvolto in alcune operazioni – tra cui l'aumento di capitale della Banca Popolare di Vicenza – andando di fatto a svolgere le stesse funzioni di un *vulture fund*, con la differenza che il fondo Atlante rileverà i portafogli *non-performing* ad un prezzo più alto dando così la possibilità alle banche di addossarsi minor perdite.

Quanto esposto in precedenza sta a manifestare chiaramente il bisogno improrogabile del sistema finanziario nostrano di ricevere interventi risolutivi, che consentano alle banche in difficoltà di sopravvivere e preferibilmente di rimanere di proprietà italiana.

BIBLIOGRAFIA

- ❖ Aifi, *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2015*, www.aifi.it, 2015
- ❖ Aiyar S., Bergthaler W., Garrido J.M., Ilyina A., Jobst A., Kang K., Kovtun D., Liu Y., Monaghan D., Moretti M., *A strategy for resolving Europe's problem loans*, IMF - Staff Discussion Note, settembre 2015
- ❖ Altman I.E., Hotchkiss E., *Corporate financial distress and Bankruptcy*, III ediz., Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2006
- ❖ Altman E., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, The Journal of Finance, vol.39, n. 4, Settembre 1984.
- ❖ Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., *Anatomy of financial distress: an examination of junk bonds issuers*, The quarterly journal of economics, vol. 109, n. 3, agosto 1994
- ❖ Bain & Company, *Global private equity report 2015*, www.bain.com, 2015
- ❖ Banca d'Italia, *Bollettino Statistico IV trimestre*, www.infostat.bancaditalia.it, 2015
- ❖ Blatz M., Kraus K.J., Haghani S., *Corporate restructuring – Finance in times of crisis*, Springer, 2006
- ❖ Bollazzi F., Ceravolo V., *Rapporto Private Equity Monitor, Italia 2014*, www.privateequitymonitor.it, 2014
- ❖ Bratton W., *Venture capital on the downside: preferred stock and corporate control*, in Michigan law review, vol. 100, n. 5, 2002

- ❖ Cerved, *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, www.know.cerved.com, n. 25, dicembre 2015
- ❖ Cerved, *Outlook ABI_CERVED sulle sofferenze delle imprese*, www.know.cerved.com, n. 2, dicembre 2015
- ❖ Chartered Institute of Management Accountants, *Corporate turnaround*, Topic Gateway Series, n. 59, settembre 2009
- ❖ Choi D., Getmansky M., Henderson B., Tookes H., *Convertible bonds, arbitrageurs as suppliers of capital*, *The review of financial studies*, vol. 23, n. 6, giugno 2010
- ❖ Clark K., Ofek E., *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation*, *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 29, n. 4, 1994
- ❖ Coffee J., Klein W., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, *University of Chicago Law Review*, vol. 58, art.1, 1991
- ❖ Cornell B., Green K., *The Investment Performance of Low-Grade Bond Funds*, *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n.1, marzo 1991
- ❖ Danovi A., *Private Equity for distressed companies in Italy*, in *Esperienze d'impresa*, n. 1, 2010
- ❖ Decreto-Legge 27 giugno 2015 n. 83
- ❖ Deloitte, *The Deloitte Italian NPL outlook 2014-2015*, www.deloitte.com, 2015
- ❖ Deloitte, *Deleveraging Europe 2015-2016*, www.deloitte.com, 2016
- ❖ DePonte K., *An overview of the private*

- ❖ *Equity distressed debt and restructuring markets*, www.probitaspartners.com, 2006
- ❖ Edmonds D., Orr A., *European loan sales soar to new heights*, www2.deloitte.com, 2015
- ❖ Emerly K., Ou S., *Corporate defaults and recovery rates, 1920-2008*, Moody's Global Credit Policy, febbraio 2009
- ❖ EnVent S.p.A., *Ristrutturazione del debito e turnaround – outlook sull'Italia*, www.envent.eu, maggio 2015
- ❖ EVCA, *2014 European private equity activity*, www.investeurope.eu, 5 maggio 2015
- ❖ Flanders R., *2015 Preqin global private debt report*, www.preqin.com, 2015
- ❖ Forestieri G., *Corporate & investment banking*, III ediz., Egea, Milano, 2015
- ❖ Freeman R., *Junk bond meltdown may lead to market collapse*, EIR Economics, vol. 27, n. 46, 24 novembre 2000
- ❖ Galbiati W., *I distressed fund, come fare business investendo nelle aziende in difficoltà*, www.laRepubblica.it, 2006
- ❖ Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., *Valuation of bankrupt firms*, The review of financial studies, vol. 13, n. 1, 2000
- ❖ Gilson S.C., *Creating value through corporate restructuring*, ediz. 2^a, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2010
- ❖ Gilson S.C., *Transaction costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms*, The Journal of Finance, vol. 52, marzo 1997

- ❖ Giovanni R., Cafaro A., Cassi F., *Il turnaround plan nell'ambito delle procedure in continuità: il piano industriale e la manovra finanziaria*, in Capizzi V. (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014
- ❖ Govindarajan V., Trumble C., *The CEO'S role in business model reinvention*, in Harvard Business Review, gennaio – febbraio 2011
- ❖ Guatri, Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005
- ❖ Guggenheim, *European high-yield and bank loan market overview*, www.guggenheiminvestments.com, dicembre 2015
- ❖ Helwege J., *How long do junk bonds spend in default?*, The journal of finance, vol. 54, n. 1, febbraio 1999
- ❖ Hotchkiss E., Mooradian R.M., *Vulture investors and the market for control of distressed firms*, in Journal of financial economics, n. 43, 1997
- ❖ Jiang W., Li K., Wang W., *Hedge Fund and Chapter 11*, The journal of finance, vol. 67, n. 2, aprile 2012
- ❖ Johansen R.J., *Analysis of junk bond investment results*, Record of society of actuaries, vol. 20, n. 1, 1994
- ❖ Kupelian R., Sol R. M., *Vulture Funds*, Working Paper, n. 49, CEFID, febbraio 2014
- ❖ Legnani R., *L'intervento degli operatori di Private Equity nelle situazioni di crisi*, Atlantis Capital Special Situation
- ❖ Lombard Odier investment managers, *White Paper – Obbligazioni convertibili – Il meglio di due mondi*, www.loim.com, marzo 2015

- ❖ Mac Arthur H.H., *Global private equity report 2015*, Bain & Company, 2015
- ❖ Moyer S.G., *Distressed Debt Analysis*, J. Ross, Fort Lauderdale, Florida, 2005
- ❖ Muse-Fisher J., *Starving the Vultures*, vol. 102, California law review, 12 gennaio 2014
- ❖ Nesvold P.H., Anapolsky J.M., Lajoux A.R., *The art of distressed M&A*, Mc Graw Hill, USA, 2011
- ❖ Noe T.H., Rebello M., *Reputation and the market for distressed firm debt*, The journal of financial and quantitative analysis, vol. 38, n. 3, 2003
- ❖ Onado M., *Banche, accordo Italia-UE sulle sofferenze. Garanzie statali a prezzi di mercato*, www.ilsole24ore.com, 26 gennaio 2016
- ❖ Opler T.C., Titman S., *Financial distress and corporate performance*, The journal of finance, vol. 49, n. 3, Boston, Gennaio 1994
- ❖ Ortiz N., *What is a fulcrum security in a bankruptcy?*, www.bankruptcylawnetwork.com, 22 ottobre 2012
- ❖ Perraudin W., *NPL, debt restructuring and structured finance*, www.riskcontrollimited.com, 10 luglio 2015
- ❖ Preqin Ltd, *Private debt in Europe: Q4 2015*, www.preqin.com, 2015
- ❖ Preqin Ltd, *Preqin Global Private Debt Report*, www.preqin.com, 2015
- ❖ Preqin Ltd, *2016 Preqin global private equity & venture capital report*, www.preqin.com, 2016
- ❖ Probitas Partners, *Private Equity – Forecast & Desk book for 2015*, www.probitaspartners.com

- ❖ Probitas Partners, *Private Equity Institutional Investor Trends for 2016 Survey*, www.probitaspartners.com
- ❖ Quagli A., Panizza A., Iotti M., Camanzi P., Contri M., *Il piano industriale e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2012
- ❖ Romano B., *Prestiti deteriorati, accordo con la UE. Garanzie a prezzi di mercato*, Bastasin e Cerretelli (a cura di), www.ilsole24ore.com, 27 gennaio 2016
- ❖ Rosenberg H., *The vulture investors*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2000
- ❖ Rothschild-Orrick, *European distressed debt – market outlook 2016*, DEBTWIRE, gennaio 2016
- ❖ Ruback R., *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flow*, Harvard Business School, marzo 2000
- ❖ Rubino M., *Fallimento e concordato preventivo: le novità di agosto*, www.leggioggi.it, 11 settembre 2015
- ❖ Schultze G., Lewis J., *The art of vulture investing*, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2012
- ❖ Stone Harbor investment partners, *The globalization of the high-yield market*, marzo 2015, www.shiplp.com
- ❖ TorreyCove Capital Partners, *2015 Private Equity market outlook*, www.torreycove.com
- ❖ Traverso N., *Fallimento e concordato preventivo dopo la riforma*, www.studiocataldi.it, 28 agosto 2015

- ❖ Ufficio Studi e Ricerca First Cisl, *I crediti deteriorati in Europa*, www.firstcisl.it, Andrea Scaglioni (a cura di), marzo 2016

- ❖ Vazza D., Kraemer N., *Default, Transition, and Recovery: 2014 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, Standard&Poors Rating services, Mc Graw Hill Finance, 30 aprile 2015.

- ❖ Wirz M., *Vulture fund (and Goldman) Top Ranking of Private-Debt Providers*, The Wall Street Journal, www.wsj.com, 30 agosto 2013

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio il mio illustre professore Alessandro Pansa per avermi assistito accuratamente nella formazione di questo elaborato e per aver saputo trasmettermi la passione per la materia di Operazioni di Finanza Straordinaria.

RIASSUNTO

“*Vulture fund*”, “*Reorganization fund*”, “*Workout fund*”, “*Turnaround fund*”...

Sono tra le più disparate le denominazioni attribuite dalla letteratura finanziaria a questo tipo di fondo d’investimento.

I fondi, comunemente identificati come “avvoltoio” a causa della loro peculiare modalità d’intervento nelle aziende in crisi, si definiscono come fondi chiusi d’investimento che sono soliti acquistare ad elevato sconto obbligazioni, prestiti bancari o meno frequentemente azioni di società in difficoltà finanziaria. I fondi avvoltoio possono comunque tanto agire come fondi di *private equity*, investendo in partecipazioni azionarie, quanto comportarsi come *hedge fund*, realizzando posizioni corte e arbitraggi sui titoli *distressed*.

È possibile classificare i fondi avvoltoio in base alla strategia d’investimento perseguita: “*passive*”, qualora il fondo miri a speculare nel breve termine sugli strumenti finanziari *distressed*; “*active/non-control*”, se il fondo intende influenzare il piano di ristrutturazione dell’azienda in crisi; “*control*” o “*aggressive*”, quando il fondo avvoltoio investe massicciamente nel titolo di debito c.d. “fulcro” al fine di formare una “posizione di blocco” nella categoria di creditori d’appartenenza – lo scopo è quello di esercitare un’influenza determinante nel processo di ristrutturazione e di assumere il controllo societario dopo aver ricevuto azioni a rimborso del titolo fulcro.

Nati tra la fine degli anni ‘80 e gli inizi degli anni ‘90 con la recessione economica nordamericana causata dal settore delle utilities, i *vulture fund* si sono da sempre distinti nella platea degli investitori istituzionali per gli straordinari ritorni conseguiti. In particolare gli Stati Uniti sono stati e sono tutt’ora l’ambiente giuridico ed economico più favorevole per l’emersione e la crescita di tali fondi. Prima degli anni ‘80 le opportunità d’investimento nel mercato *distressed* originavano dai cosiddetti “*Fallen Angels*” – ossia obbligazioni il cui merito di credito è degradato post-emissione. Tuttavia la maggior parte di questi titoli erano destinati al default.

Negli anni ‘80 invece nacque il mercato dei *junk bond*, sostenuto da molti *investment banker*, tra cui il famoso Michael Milken della Drexel Burnham Lambert; la costante emissione di titoli ad alto rendimento ha tuttavia comportato un generale sovra-

indebitamento delle società che intendevano realizzare operazioni di LBO, così da creare un'enorme quantità di “*good companies with bad balance sheets*”, che sono poi diventati alla fine degli anni '80 le prime società target di investimenti avvoltoio. Dopo la ripresa economica degli anni '90, i *vulture fund* trassero nuove occasioni d'investimento dallo scoppio della bolla speculativa delle Dot.com agli inizi del 2000 e dalla crisi dei derivati del 2007/2008. Come appare evidente, questi fondi conseguono ritorni positivi nella circostanza di una generale recessione di settore, a differenza dei fondi di *private equity*, che invece guadagnano con un'economia in crescita.

La peculiarità dell'investimento avvoltoio è l'utilizzo della cosiddetta “leva avvoltoio” al fine di massimizzare il ritorno finanziario. In dettaglio, il fondo avvoltoio possiede l'attitudine di saper “planare in picchiata” al momento opportuno – ossia in fase di crisi societaria – sullo strumento finanziario “fulcro”, il quale è un titolo di debito che viene negoziato a sconto e che sarà convertito in azioni della società *distressed* durante il processo di ristrutturazione; esso consentirà al fondo di ottenere il controllo sull'impresa risananda e sul piano di ristrutturazione. Il titolo fulcro include tanto i crediti deteriorati vantati dalle banche creditrici, quanto le obbligazioni *senior* e *junior*.

È possibile pertanto anche vendere il debito finanziario acquistato a sconto per guadagnare nel breve termine, qualora il suo valore aumenti durante la ristrutturazione, ovvero costringere l'impresa debitrice a rimborsare il debito fino al valore nominale, conseguendo in tal modo un ritorno pari al *gap* tra il prezzo d'acquisto e il valore di rimborso finale del credito. Per un *vulture fund* anche ricevere azioni, invece di cassa, a rimborso del proprio *claim* può essere un successo, qualora il fondo ritenga di poter conseguire notevoli guadagni nel post-ristrutturazione: ad esempio cedendo a premio la società ad un *trade buyer*.

Il driver per il successo di un intervento avvoltoio che miri al controllo societario è trovare mediante una paziente ed accurata ricerca di mercato, la migliore società obiettivo, identificando le leve gestionali su cui effettuare le dovute discontinuità ai fini del risanamento aziendale.

Per comprendere al meglio il business in questione, il fondo avvoltoio ricorre alla *due diligence* ed alla “*research review note*”, che è un bollettino d'indagine che comprende un'analisi dettagliata sull'entità dell'investimento e sulla stima dell'IRR atteso.

Il *vulture investor* monitora inoltre i titoli di quelle società che prevede possano presto rovinare in crisi finanziaria, anche se il mercato non l'abbia ancora rilevato.

In via generale la complessa attività di un *vulture fund* richiede che i partner del fondo posseggano una vasta gamma di competenze professionali che spazino dall'ambito legale e tributario a quello economico-finanziario, sia per negoziare durante il processo di ristrutturazione giudiziale o extra-giudiziale, sia per valutare le imprese in crisi e stimare i ritorni. Il fondo deve pertanto badare ad ogni evoluzione del *turnaround* alla ricerca di eventuali opportunità per incrementare il *profit margin*.

Il potere negoziale del *vulture fund* trova effettiva attuazione su due fronti: da un lato, il fondo riesce a concludere un prezzo irrisorio nella transazione di crediti deteriorati con l'istituto bancario, dall'altro, esplicita un determinante potere contrattuale tra i vari stakeholder nelle negoziazioni concernenti il piano di risanamento.

La prima circostanza sopra descritta è direttamente collegata alla posizione svantaggiosa in cui versano le banche nel negoziare con il fondo il prezzo di cessione del *loan*: le banche creditrici infatti – c.d. “*forced seller*” – sono costrette a svendere il credito deteriorato per due principali ragioni. Innanzitutto la banca è tesa ad ottemperare agli obiettivi di portafoglio, oggetto di valutazione da parte delle autorità di vigilanza, per cui è vincolata ad osservare un determinato profilo rischio-rendimento per il suo portafoglio; pertanto detenere crediti rischiosi comporta dover accantonare maggior capitale di rischio a loro copertura. Inoltre l'istituto bancario non desidera avere azioni a soddisfazione del finanziamento concesso *illo tempore*, bensì mera liquidità, poiché vi sono dei limiti normativi sulle quote di partecipazione in società non finanziarie.

Tuttavia è doveroso sottolineare che una banca può accettare la proposta di acquisto dei *loan* a sconto solo se il capitale dell'istituto di credito sia sufficiente ad assorbire l'effetto negativo derivante dalla rilevazione contabile delle perdite su crediti; qualora invece la banca non sia ben capitalizzata e venda comunque i crediti a sconto, si ritroverà a disattendere di conseguenza i *ratio* patrimoniali previsti da Basilea III.

La seconda fonte del potere contrattuale dei *vulture fund* è insita nelle posizioni di blocco, che il fondo costituisce nella classe di titoli di credito d'appartenenza, al fine di negoziare un piano quanto più favorevole possibile agli interessi del fondo medesimo.

Le modalità d'investimento di un fondo avvoltoio sono riconducibili a due approcci generali: il “*value investing*”, che ha per obiettivo massimizzare il ritorno nel breve

periodo e senza un particolare *commitment* nella procedura di ristrutturazione, e il “*growth investing*”, che invece mira alla crescita del valore aziendale complessivo come mezzo per il conseguimento di considerevoli ritorni nel lungo termine. Rientrano nell’approccio del *value investing* i finanziamenti *super senior*, la sottoscrizione di obbligazioni convertibili, l’acquisto dei debiti finanziari - di cui già accennato sopra -, il “*deleveraging*” e la cartolarizzazione.

I prestiti *super senior* sono finanziamenti concessi dal *vulture fund* che prevedono un interesse elevato, garanzie sugli asset aziendali ed inoltre stringenti clausole contrattuali. Questi finanziamenti vengono concessi una volta che la società debitrice sia entrata nella disciplina del *Chapter 11*, nel caso in cui si tratti di un contesto statunitense – c.d. “*debtor in possession financing*” (*DIP*) –, ovvero il piano di ristrutturazione sia stato autorizzato dal tribunale per “omologa” o per “ammissione”, rispettivamente in caso di accordi di ristrutturazione o di concordato preventivo. Sono detti “*super senior*” poiché sono finanziamenti preeducibili, ossia antergati nel rimborso rispetto agli altri crediti, dal momento che svolgono la funzione cardine di supporto alla ristrutturazione e al piano.

La sottoscrizione di obbligazioni convertibili rappresenta una valida modalità d’investimento per un fondo avvoltoio nei casi di dubbio esito del processo di ristrutturazione; infatti il titolo convertibile consente di combinare la protezione contro i ribassi e la partecipazione ai rialzi, da un lato maturando maggiori interessi e dall’altro permettendo la conversione in azioni dal valore maggiore del prezzo d’esercizio.

L’operazione di *deleveraging* è un modello di finanza straordinaria che consente alla società target di ridurre l’eccessiva leva finanziaria e al fondo di guadagnare per ben due volte. L’operazione consta delle seguenti fasi: *in primis* il *vulture fund* acquista a sconto una parte dei debiti finanziari della target; poi crea una *NewCo* che raccolga capitali a sufficienza, soprattutto da terzi, per rimborsare la quota di crediti acquistata. A tal punto la società veicolo stipula un contratto con la target che preveda, da un lato, l’accollo da parte della *NewCo* per la quota dei debiti finanziari suddetta e, dall’altro, la compensazione estintiva in favore della *NewCo*, una volta che quest’ultima abbia rimborsato il debito accollatosi. La società veicolo dunque paga al fondo avvoltoio l’intero valore nominale del credito e riceve successivamente azioni dalla target. Infine, ristrutturata l’azienda, il valore dell’*entity* aumenterà come risultato del risanamento e della riduzione dell’indebitamento, andando ad accrescere

di conseguenza il valore azionario. Il *vulture fund* potrà a tal punto cedere a premio le sue azioni, che possedeva *ab origine* nella società veicolo, ad un terzo investitore/azionista disponibile.

La cartolarizzazione invece è una soluzione a cui perviene un fondo avvoltoio allorché intenda mitigare il rischio di un investimento. In particolare, tramite lo strumento della *securitisation*, si permette al fondo di trasferire al mercato indistinto un portafoglio di titoli *distressed* – c.d. cartolarizzazione tradizionale – ovvero di trasferire soltanto il rischio dell’attività finanziaria per mezzo di derivati – c.d. cartolarizzazione sintetica.

L’approccio d’intervento “*growth*”, al contrario del precedente, include: la strategia d’investimento in titoli azionari di aziende in crisi col fine del controllo societario – non sono incluse dunque le speculazioni sulle azioni *distressed* di breve termine – e la strategia del “*loan-to-own*”. È possibile pertanto ottenere il controllo di un business in crisi, tanto acquistando la quota di maggioranza azionaria pagando un basso prezzo per azione – ipotesi perseguibile quando il fondo ha notato potenzialità di natura industriale e/o finanziaria dell’impresa che il management preesistente non è stato in grado di far emergere – quanto acquistando solo un ramo d’azienda sanabile.

È inoltre possibile negli Stati Uniti, dove l’attività avvoltoio raggiunge il suo apice, arrivare ad ottenere la proprietà dell’asset posto a garanzia del credito acquisito, tramite il diritto che spetta al creditore *secured* – c.d. “*credit bid right*” – di formulare un’offerta di acquisto sull’asset medesimo, usando come mezzo di pagamento la garanzia stessa. Il *credit bid right* è una forma di esplicitazione della strategia *loan-to-own*, insieme alla tradizionale compensazione estintiva del credito acquistato a sconto in azioni della ristrutturanda.

Un’ulteriore opzione di *growth investing* è rappresentata dalla sottoscrizione di nuove azioni, emesse da società in cui il mercato ostenta scarsa fiducia nella ripresa poiché la crisi è più strutturale, al fine di beneficiare del basso prezzo di sottoscrizione prodotto dall’elevato rischio dell’emittente e dall’esigua liquidità del titolo.

L’investimento *vulture* è indirizzato in generale alle c.d. “*special situation*”: vi rientrano le società con difficoltà finanziarie temporanee, le imprese in crisi finanziaria strutturale o influenzate dal dissesto finanziario del gruppo di appartenenza, le aziende che operano in settori trascurati transitoriamente dai mercati

finanziari, le società “orfane” – i.e. non ritenute strategiche per la *mission* dell’originario gruppo d’appartenenza – e le imprese controllate dai fondi di *private equity* in prossimità di essere cedute.

Le società *eligible* per un investimento avvoltoio sono quelle imprese operativamente sane, ma dissestate nella situazione patrimoniale e/o reddituale. L’intervento dei fondi avvoltoio pertanto comporta il salvataggio di posti di lavoro, ovvero la rivitalizzazione di business in cui nessuno intende investirci più capitale di rischio.

In particolare, il *distress* finanziario rappresenta un’occasione, dal punto di vista del *vulture fund*, per ricomporre in maniera ottimale la struttura del capitale della società target in crisi. Tra tutte le società candidabili come target di un *vulture fund*, quelle altamente indebitate che perdono quote di mercato e che distruggono valore per ragioni legate alla clientela o alla concorrenza, risultano essere le meno preferibili in media.

Tuttavia il fondo avvoltoio non teme di investire in società sovra-indebitate, ma piuttosto esamina l’attitudine dell’azienda di sostenere il servizio del debito con la sola forza del reddito operativo – cioè il grado di solvibilità e di liquidità – nelle ipotesi di discontinuità gestionali potenzialmente apportabili.

Nella ricerca della target il fondo suole individuare società che ostentino alcuni segnali pre-crisi, tra cui il rapido ricambio di revisori contabili, il peggioramento continuo del flusso di cassa operativo, il sostenimento di costanti oneri di ristrutturazione, straordinarie vendite di importanti asset aziendali (c.d. *crown jewels*), improvvise ed inspiegabili dimissioni di amministratori, drastiche retrocessioni del rating dei titoli, etc.

In una qualsiasi ristrutturazione, il fondo avvoltoio si ritrova solitamente in una realtà che vede contrapporsi varie fazioni di portatori d’interessi: debitore contro creditori, azionisti contro amministratori, stakeholder contro la società ed inoltre intere categorie di creditori in reciproco contrasto. Il fondo può decidere di dare sostegno alla società debitrice, qualora abbia stimato conveniente un intervento di *private equity* nel capitale sociale allo scopo di influenzare il piano; viceversa il fondo può ritenere più proficuo il ritorno derivante da un investimento in titoli di debito aziendali per supportare il comitato di creditori d’appartenenza e costituire “*blocking position*” per massimizzare il rimborso del *claim* acquistato a sconto. Tuttavia il fondo può anche restare neutrale nei conflitti d’interesse, ad esempio sottoscrivendo

un aumento di capitale. È necessario quindi confrontare i vari interessi in gioco e decidere dove allineare il proprio interesse per avere il più elevato ritorno atteso.

Comunque, quando è in crisi finanziaria, una società tenta generalmente di percorrere alcune vie risolutorie che prevedano la ristrutturazione di entrambi i lati dello stato patrimoniale, tra cui: cessioni di asset in cambio di cassa, operazioni di fusione, riduzioni del *Capex*, licenziamenti, rinegoziazioni dei debiti finanziari con banche ed obbligazionisti mediante offerte di scambio, ed altro ancora. Tuttavia tali soluzioni non sempre sono fattibili: per esempio la cessione di asset è una decisione che va presa di comune accordo tra azionisti e creditori *secured* e *unsecured* e pertanto possono nascere forti conflitti d'interesse; oppure nel caso di operazioni di *M&A*, non è agevole trovare un acquirente disposto a pagare solo con cassa tutto il prezzo del *deal* e non con scambio azionario: la cassa infatti è ciò che serve fundamentalmente per la ristrutturazione finanziaria.

Dopo aver identificato la società target, il fondo si concentra sull'analisi del piano di ristrutturazione per poter inquadrare quale tipo di intervento dover adottare (*growth* o *value*) nell'ottica della massimizzazione del ritorno. Se il piano risulta troppo ottimistico, allora si valuta se un intervento sul capitale sociale della target possa risultare conveniente, date le potenziali discontinuità realizzabili nel business in crisi. In caso contrario, può convenire anche aprire solo posizioni corte sulle azioni, aspettando che il corso azionario crolli nel breve periodo; ovvero può risultare proficuo acquistare a sconto titoli di debito aziendali, nel mercato o presso le banche/sindacato di banche, qualora il piano del management presenti un elevato grado di fattibilità, equiparabile al risultato della *due diligence* del fondo stesso.

Casomai invece un terzo investitore, finanziario o industriale, mostri d'essere intenzionato a voler conseguire il controllo sulla target, il fondo avvoltoio potrebbe proporre un'operazione di *deleveraging*.

Esistono tuttavia dei fattori che complicano la valutazione del piano da parte del fondo: ad esempio non esiste un mercato attivo per gli asset della ristrutturanda; non esiste un "*market for corporate control*", dal momento che il debitore può ricevere finanziamenti a sostegno del piano; inoltre i titoli *distressed* hanno scarsa liquidità ed è raro pertanto trovare *coverage* su aziende che versano in stato di insolvenza.

Per giunta le previsioni del piano realizzate dagli amministratori risultano essere soggette ad imprecisioni, poiché i creditori *junior* spingono affinché il consiglio di amministrazione tracci una previsione ottimistica così da ricevere anch'essi un

rimborso, una volta soddisfatti i *senior*; anche gli incentivi sul management vanno a distorcere la stima del piano, come per esempio la promessa di concessione di stock option nel post-ristrutturazione.

Come predetto, il *vulture fund* compie una propria analisi sulle prospettive future dell'investimento, attraverso la c.d. "matrice dei ritorni potenziali", ed in particolare stima l'*enterprise value*, mediante tre possibili alternative di modelli *DCF*: l'*adjusted present value*", il "*capital cash flow*" o il tradizionale "*weighted average cost of capital*".

Nel primo metodo il flusso di cassa operativo è classificato in tre "*bucket*": i flussi generati dal business corretti per i cosiddetti "*cash flow adjustment*" e scontati al tasso di attualizzazione dell'attivo patrimoniale; i flussi originanti dallo scudo fiscale degli oneri finanziari, scontati al costo del debito; i flussi derivanti dal risparmio fiscale legato al riporto delle perdite, scontati dal costo del capitale di rischio.

Il secondo metodo invece combina le tre categorie di *cash flow* per dare luce ad un unico flusso operativo attualizzato al tasso di rendimento atteso sull'attivo patrimoniale.

La gestione dei crediti deteriorati acquistati a forte sconto rappresenta il cuore dell'attività avvoltoio, che contraddistingue tali fondi dall'universo degli investitori *distressed*: difatti la tenacia e la durezza nella gestione attiva del recupero del credito costituiscono le fondamenta della reputazione dei *vulture fund*. L'austerità del fondo induce gli azionisti a fare concessioni a suo beneficio, come ad esempio rilasciare maggiori garanzie di rimborso, rispettare certi *covenant* imposti dal fondo stesso, etc. L'avvoltoio dunque può sia raggiungere, da solo o d'accordo con altri creditori della stessa categoria, una posizione di blocco, sia investire in molteplici tipologie di titoli, *senior* e *junior*. L'acquisto di titoli *junior* in particolare diffonde sul mercato un'informazione positiva sulle prospettive finanziarie della società obiettivo.

Tuttavia un *vulture fund* ha svariate alternative di investimento, non solo l'acquisto di debiti finanziari della target: frequentemente infatti il *vulture investor* viene eletto nel consiglio di amministrazione della target o comunque riveste un ruolo determinante nella *corporate governance*, dopo aver investito nella quota di controllo azionaria ed aver ristrutturato la composizione dell'attivo e del passivo patrimoniale aziendale.

Esistono tre generali approcci nella prospettiva di un'ottimale ricomposizione della struttura del capitale: la compensazione estintiva "*stand-alone*", la compensazione

estintiva congiunta ad un'emissione di nuove azioni o titoli di debito a terzi investitori per ottenere cassa – c.d. “*New money/Funded plan*” – e la vendita di tutti gli asset aziendali a terzi in cambio di liquidità.

Il mercato in cui operano i *vulture fund* è denominato “mercato del *distressed capital*”; essi cioè investono in strumenti finanziari emessi da società in crisi finanziaria.

In generale i fondi focalizzati sull'investimento in azioni di aziende in crisi, propriamente chiamati fondi “*turnaround*” o “*restructuring*”, insieme a quelli impegnati in investimenti in titoli di debito rischiosi col fine del controllo societario, rappresentano i fondi avvoltoio che registrano i ritorni più elevati tra tutti gli investitori *distressed*. In particolare, il ritorno sul debito *distressed* nel 2016 si attesta su una media di 16-20% e per giunta i fondi di debito *distressed* sono quelli che raccolgono più capitali tra tutti i fondi di “*private debt*” – ossia i fondi che investono in finanziamenti diretti, special situation, debito *distressed*, debito “*venture*” e titoli “*mezzanine*”. Tali fondi di *private debt* negli ultimi anni hanno mostrato un costante trend in crescita di raccolta di capitali: in particolare nel 2015 in Nord America ed in Europa sono stati raccolti 79 mld \$; tra i molteplici fondi *distressed*, quelli focalizzati nel *turnaround* purtroppo raccolgono da sempre la quota di capitali più bassa. Tuttavia questa discrasia va affievolendosi.

Il settore *oil & gas* è attualmente senza dubbio il settore in cui incide principalmente l'intervento avvoltoio, insieme a quello dei trasporti dell'energia e dei servizi finanziari, poiché in tali settori stanno emergendo le migliori opportunità di investimento.

Il vantaggio principale di investire in titoli *distressed* è collegato con la possibilità di negoziarli a basso prezzo. Persino l'intera azienda in crisi è cedibile ad un prezzo inferiore al suo valore intrinseco.

Il mercato del *distressed capital*, infatti, è un mercato inefficiente, dal momento che i prezzi correnti non riflettono tutte le informazioni disponibili, gli investitori ed i venditori di asset non agiscono razionalmente e senza costrizioni, ed esistono rilevanti costi di transazione derivanti dalle onerose negoziazioni con la controparte. In particolare, il fondo avvoltoio opera in contesti dove l'accesso alle informazioni sulle ristrutturazioni è limitato, negozia con gli istituti bancari o con il management aziendale sfruttando un forte potere contrattuale e avvantaggiandosi della difficile

condizione della controparte, e sostiene inoltre elevati costi di ricerca e di negoziazione del titolo fulcro.

A causa delle recenti politiche monetarie l'ambiente europeo degli investimenti in società in crisi è stato tutt'altro che idilliaco: i bassi tassi di interesse e l'abbondanza di liquidità alimentata dalla BCE hanno condotto i tassi di default a livelli molto contenuti e di conseguenza hanno comportato una scarsa offerta di opportunità di investimento in realtà imprenditoriali in *turnaround*, poiché anche le società più indebitate sono riuscite a differire la ristrutturazione. Pertanto si attende in futuro un incremento nel volume globale di ristrutturazioni.

In Europa l'incidenza degli investimenti in *turnaround* rimane di scarsa importanza, se confrontata con gli altri *stage* di *private equity* e con gli investimenti *turnaround* statunitensi. In Italia gli investimenti in tale *stage* si attestano sul 3% del totale degli investimenti *private*, il che denuncia non solo l'assenza di operatori italiani di rilievo dedicati all'attività avvoltoio, ma anche una generale mancanza di interesse per questa nicchia di *private equity*.

Tuttavia il teatro principale dell'attività *vulture* è il mercato dei crediti deteriorati. Lo stato attuale dei *non-performing loan* in Europa indica una generale crescita del volume complessivo di crediti deteriorati (2 trilioni di euro nel 2016) e un inadeguato mercato per le transazioni di *non-performing loan*: infatti il mercato europeo ammonta sui 100-130 mld di euro, una cifra irrisoria a paragone con lo stock totale di *non-performing loan* europeo e con il mercato dei crediti in sofferenza statunitense (450 mld \$ l'anno). In Italia il mercato delle transazioni di crediti deteriorati pesava fino ad un anno fa circa l'8% del mercato europeo.

A settembre dello scorso anno il Fondo monetario internazionale ha pubblicato un dettagliato "*discussion paper*", proponendo alcune strategie di risoluzione dell'eccessivo livello di *non-performing loan* presente nel sistema bancario europeo. In particolare per il Fondo monetario internazionale sarebbero almeno quattro gli impedimenti per la risoluzione dei crediti deteriorati in Europa: ostacoli legali e tributari, una vigilanza inefficiente, ostacoli informativi ed un mercato del debito *distressed* troppo contenuto nelle dimensioni.

In tal senso l'Italia ha provveduto ad aggiornare la propria normativa, rendendo il mercato nazionale del debito più attrattivo per interventi avvoltoio: in dettaglio il d.l. 83/2015, che stabilisce la deducibilità integrale delle perdite su crediti e delle svalutazioni nell'anno di rilevazione contabile, ed il d.l. 18/2016, che prevede il

rilascio della garanzia dello stato (GACS) sulle *tranche senior* delle cartolarizzazioni di sofferenze cedute dalle banche, hanno stimolato la dismissione dei *non-performing loan* dagli attivi bancari, andando a ridurre l'enorme volume di crediti deteriorati presenti nel sistema italiano del credito (circa 340 mld di euro, di cui oltre 200 mld sono solo le sofferenze).

Un ulteriore mercato in cui si può riscontrare l'investimento avvoltoio è il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento; il valore nominale complessivo del mercato globale dei titoli *high yield* attualmente eccede i 2,1 tln \$, di cui gli USA rappresentano il 62% del totale. Nel 2000 gli USA costituivano persino il 94% del mercato mondiale: ciò spiega il motivo per cui i *vulture fund* proliferano da sempre soprattutto negli Stati Uniti. Il mercato mondiale *high yield* offre rilevanti occasioni di diversificazione per i fondi avvoltoio, attraverso opportunità di investimento in svariate industry, tra cui il settore dell'energia e quello bancario: negli ultimi quattro anni esso ha sovra-performato il mercato americano *high yield* con ritorni annuali pari a circa 7,8%. I maggiori emittenti di tali titoli rischiosi hanno sede negli USA, nel Regno Unito, in Italia ed in Francia.

Una realtà che i *vulture fund* devono però tenere in considerazione nel prossimo futuro è quella dei mercati emergenti, i quali sono cresciuti in dimensioni di oltre due volte e mezzo negli ultimi cinque anni ed attualmente ammontano al 20% del mercato mondiale *high yield*.

In via generale i ritorni conseguiti dai fondi avvoltoio possono divergere molto da caso a caso, in base al livello di coinvolgimento del fondo e degli esiti del processo di ristrutturazione di una target. Senza dubbio i ritorni più alti li raggiungono i fondi che investono col fine di ottenere il controllo societario, poiché sostengono un rischio maggiore: in caso di investimento "aggressive" in obbligazioni, i ritorni superano spesso la soglia del 10,5%; in caso di debiti finanziari, i ritorni possono attestarsi oltre la media di 20-25%; mentre in caso di azioni i rendimenti raggiungono il 9% circa. Altre fonti rivelano ritorni finanziari straordinari dell'ordine di 30-50% per quanto concerne i casi di interventi avvoltoio di stampo "loan-to-own". I suddetti ritorni attesi superano palesemente quelli conseguibili da altri investitori istituzionali – che siano investitori *distressed*, fondi di *private equity* o *hedge fund* – e vanno a consolidare la reputazione dei fondi avvoltoio.

In definitiva i fondi avvoltoio rivestono da sempre un ruolo insostituibile di macropulizia tra le società *distressed*, finanziarie e non, ovvero di rivitalizzazione di

business in crisi. I *vulture fund*, dunque, svolgono una funzione sistemica di ottimale allocazione del capitale agli impieghi più produttivi nel mercato del *distressed capital*: in dettaglio, salvano posti di lavoro, ridimensionano efficientemente il business delle società in crisi, permettono il *going concern* aziendale su basi più sane e salde, salvano dal default le imprese ristrutturando più meritevoli di sopravvivere mediante investimenti nel capitale sociale, ed infine ripuliscono gli attivi bancari dai portafogli di crediti deteriorati.

Per ponderare la rilevante portata dell'attività dei *vulture fund* anche in Italia, basta rivolgere l'attenzione ai recentissimi casi che hanno coinvolto alcune banche – tra cui Carige, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca – le quali hanno ricevuto notevoli offerte di acquisto dei loro portafogli di *non-performing loan* e di sottoscrizione di aumenti di capitale da parte di noti fondi avvoltoio americani – Apollo e Fortress.

I succitati casi evidenziano un significativo conflitto d'interessi tra il fondo e gli azionisti della banca: da un lato infatti il *vulture fund* può formulare un'offerta di acquisto a forte sconto dei crediti deteriorati, garantendo contestualmente l'aumento di capitale comprensivo di un minor sconto d'emissione – dando così la possibilità alla banca poco capitalizzata di poter fronteggiare l'impatto delle ingenti perdite su crediti. Viceversa il fondo può sottoscrivere l'aumento di capitale ad un prezzo comprensivo di un significativo sconto d'emissione, proponendo però di pagare di più i crediti deteriorati.

Gli azionisti della banca invece possono solo partecipare alla sottoscrizione dell'aumento di capitale: in dettaglio, se l'aumento viene emesso a forte sconto, gli azionisti registreranno un *TERP* – *theoretical ex-right price* – molto basso, il che va a danneggiare la loro quota azionaria; mentre qualora vengano emesse le nuove azioni a maggior prezzo e il fondo avvoltoio acquisti il portafoglio *non-performing* a forte sconto, la banca dovrà rilevare un'enorme perdita che andrà a impattare sul patrimonio dell'istituto di credito e di conseguenza ridurrà il valore delle azioni.

Le proposte tese all'ottenimento del controllo sugli istituti bancari hanno spinto il governo, insieme alle difficili condizioni del sistema bancario italiano, a varare norme *ad hoc* e a promuovere, con risorse private nazionali, la creazione di un fondo con le stesse funzioni di un *vulture fund* che tuttavia offra un prezzo di acquisto dei crediti in sofferenza più alto: il fondo Atlante, ovvero il “fondo salva-banche”.